



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění podniku vybranými metodami

Company Valuation by Selected Methods

Student: Bc. Tereza Skopalíková

Vedoucí diplomové práce: Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.

Ostrava 2013

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Tereza Skopalíková**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **6202T010 Finance**  
Specializace: **00 Finance**  
Téma: **Ocenění podniku vybranými metodami  
Company Valuation by Selected Methods**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Přístupy a metody ocenění podniku
  3. Aplikace zvolených metod při ocenění podniku
  4. Komparace a zhodnocení výsledků
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Seznam příloh  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

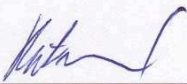
DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York: John Wiley, 2006. 696 p. ISBN 978-0471751212.  
DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.  
MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

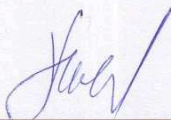
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Miroslav Čulík, Ph.D.**

Datum zadání: 23.11.2012

Datum odevzdání: 26.04.2013

  
Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 1, 2 a 3, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.

V Ostravě dne 26. dubna 2013

Podpis: 

---

Ráda bych na tomto místě poděkovala vedoucímu své diplomové práce panu Ing. Miroslavu Čulíkovi, Ph.D. za odborné konzultace, cenné rady, připomínky a za projevenou vůli a ochotu při vedení mé diplomové práce.

## Obsah

<b>1. Úvod .....</b>	<b>5</b>
<b>2. Přístupy a metody ocenění podniku .....</b>	<b>6</b>
2.1 Důvody ocenění a obecné pojmy spojené s oceněním podniku .....	6
2.1.1 Důvody ocenění .....	6
2.1.2 Definice podniku jako předmětu ocenění .....	7
2.1.3 Hodnota podniku a její kategorizace .....	7
2.2 Postup při ocenění podniku .....	9
2.2.1 Sběr vstupních dat.....	9
2.2.2 Strategická analýza .....	9
2.2.3 Finanční analýza .....	11
2.2.4 Finanční plán.....	14
2.3 Metody ocenění .....	15
2.3.1 Výnosové metody ocenění.....	15
2.3.2 Majetkové metody ocenění.....	18
2.3.3 Metody komparativní.....	19
2.3.4 Metody kombinované .....	20
2.3.5 Fázové metody .....	20
2.4 Vymezení volných finančních toků.....	22
2.4.1 Volné finanční toky plynoucí vlastníkům.....	22
2.4.2 Volné finanční toky plynoucí věřitelům .....	22
2.4.3 Volné finanční toky plynoucí vlastníkům i věřitelům .....	23
2.5 Náklady kapitálu.....	23
2.5.1 Náklady na celkový kapitál.....	23
2.5.2 Náklady na cizí kapitál .....	24
2.5.3 Náklady na vlastní kapitál.....	24
2.6 Citlivostní analýza .....	27

<b>3. Aplikace zvolených metod při ocenění podniku.....</b>	<b>28</b>
3.1 Charakteristika firmy .....	28
3.2 Strategická analýza .....	30
3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu .....	30
3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurence .....	33
3.3 Návrh dlouhodobého finančního plánu .....	37
3.3.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát.....	37
3.3.2 Plánovaná rozvaha – aktiva .....	48
3.3.3 Plánovaná rozvaha – pasiva.....	56
3.3.4 Kvalitativní zhodnocení finančního plánu pomocí finanční analýzy .....	60
3.4 Ocenění podniku vybranými výnosovými metodami.....	66
3.4.1 Stanovení nákladu kapitálu .....	66
3.4.2 Ocenění podniku metodou DCF - Equity .....	68
3.4.3 Citlivostní analýza VK stanoveného dle DCF – Equity .....	70
3.4.4 Ocenění podniku dle analytické metody kapitalizovaných zisků.....	73
3.4.5 Citlivostní analýza VK stanoveného dle analytické metody kap. zisků ...	75
3.4.6 Ocenění podniku dle paušální metody kapitalizovaných zisků .....	78
<b>4. Komparace a zhodnocení výsledků .....</b>	<b>80</b>
<b>5. Závěr .....</b>	<b>83</b>
<b>Seznam použité literatury .....</b>	<b>85</b>
<b>Seznam zkratk.....</b>	<b>88</b>
<b>Prohlášení o využití výsledků diplomové práce</b>	
<b>Seznam příloh</b>	
<b>Přílohy</b>	

## 1. Úvod

Proces oceňování se řadí k jedné z nejvýznamnějších oblastí finančního řízení firmy, neboť stanovení hodnoty podniku je důležitým kritériem pro strategická rozhodnutí vedení podniku a pro taktické řízení. V souvislosti s trendy, kterými se vyznačuje současná ekonomika, jako je globalizace, každodenní prodej či koupě podniků, splynutí nebo rozdělení společností, vstup podniků na burzu aj., je nutné znát hodnotu podniku.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu společnosti Rodinný pivovar BERNARD, a.s. k datu 1.1.2012 vybranými výnosovými metodami.

Při ocenění je aplikována dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků na bázi equity a metoda kapitalizovaných zisků ve formě analytické i paušální. Ocenění je stanoveno pouze pro informativní účely případného investora a hodnota podniku není závislá na konkrétním subjektu, současně se předpokládá, že trvání podnikatelské činnosti nebude časově omezené a vychází se tak z hypotézy going concern.

Diplomová práce je rozdělena do pěti hlavní kapitol.

Druhá kapitola představuje teoreticko – metodickou část práce, ve které jsou objasněny jednotlivé pojmy, metody a přístupy problematiky oceňování. Klíčovou část této kapitoly představuje popis oceňovacího postupu a metod ocenění podniku. Závěr kapitoly je věnován citlivostí analýze.

Třetí kapitola představuje praktickou část diplomové práce, ve které jsou aplikovány metody pro ocenění popsané v teoretické části. Nejdříve je stručně představena společnost Rodinný pivovar BERNARD, a.s. Následně je provedena strategická analýza zkoumající mikro a makroprostředí podniku. Nezbytnou součástí kapitoly je sestavení tří variant finančního plánu. Dále jsou vypočítány významné poměrové ukazatele, a to jak za skutečný vývoj v minulosti, tak za předpokládaný vývoj dle variant finančního plánu. V závěru této kapitoly je aplikována metoda DCF – Equity a analytická a paušální metoda kapitalizovaných zisků, současně je provedena citlivostní analýza.

Ve čtvrté kapitole jsou dosažené výsledky zhodnoceny a porovnány.

Důležité je uvést, že tato práce je vypracována výhradně pro studijní účely na základě veřejně dostupných informací, bez přímého kontaktu a spolupráce s vedením podniku, a proto nemůže být využita jako závazná informace pro případné investory.



## **2. Přístupy a metody ocenění podniku**

Oceňování se řadí mezi problematiku finančního řízení a rozhodování, přičemž je mu nezbytné věnovat neustálou pozornost, protože nevhodně zvolené postupy oceňování mohou vést k neracionálnímu ocenění statků, a tak k nesprávné alokaci kapitálu. Stanovení hodnoty podniku je tedy jedním z nejdůležitějších manažerských nástrojů řízení podniku. [2]

Cílem ocenění je zpravidla dojít k objektivizované hodnotě, kterou bývá obvykle kombinace hodnot získaných z celé škály oceňovacích postupů vycházejících z různých teoretických a metodologických východisek. Výsledkem ocenění nebývá pouze jedna hodnota, ale interval hodnot. Ocenění firmy je využíváno především při taktickém řízení firmy a při strategických rozhodnutích podniku. [2]

Oceňování je komplexní činnost podnikových financí s řadou odlišných přístupů a metod, proto je důležité vymezit jednotlivé pojmy a oceňovací postupy, které jsou s oceněním podniku spojeny. V této části diplomové práce budou popsány základní teoretická východiska oceňování podniku. Bude zde vymezen důvod ocenění podniku, definovány obecné pojmy spojené s oceňováním, popsány jednotlivé kroky oceňovacího procesu, budou charakterizovány jednotlivé metody ocenění, poté vymezeny volné finanční toky a náklady kapitálu. V závěru kapitoly bude popsána analýza citlivosti.

### **2.1 Důvody ocenění a obecné pojmy spojené s oceněním podniku**

Východiskem pro stanovení hodnoty podniku je vymezení důvodů ocenění a jednotlivých pojmů, které jsou s touto problematikou spjaté.

#### **2.1.1 Důvody ocenění**

Impulz vedoucí k ocenění podniku může vést z různých příčin, přičemž podněty ocenění by měly být na počátku celého oceňovacího procesu vždy vymezeny. Jednotlivé důvody ocenění podniku lze rozdělit do dvou hlavních kategorií v závislosti na tom, zda ocenění souvisí se změnou vlastnictví, nebo nikoliv. [4]

Mezi důvody ocenění související s vlastnickými změnami lze zařadit především koupi a prodej podniku, vklad podniku, přeměny obchodních společností a družstev, uvádění podniku na burzu aj. [4]

Ocenění v případech, kdy nedochází k vlastnickým změnám, se provádí především z důvodu změny právní formy společnosti, v souvislosti s poskytováním úvěrů, zastavením obchodního podílu, sanací podniku, hodnocení reálné bonity podniku, placení daní aj. [4]

### 2.1.2 Definice podniku jako předmětu ocenění

Podnik jako předmět ocenění může být definován mnoha způsoby. Jedno z možných způsobů vymezení podniku je pomocí zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku, konkrétně §5, kde je podnik definován jako: „*Soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná.*“

Při oceňování podniku je důležité nepohlížet na podnik jako na „soubor věcí“, ale uvědomit si, že se jedná o funkční celek, tedy komplex hmotného i nehmotného majetku společně se zkušenostmi a znalostmi lidského činitele. Při oceňování podniku je dále nezbytné brát v potaz i rozsah veškerých závazků. [3,4]

### 2.1.3 Hodnota podniku a její kategorizace

Dříve než bude hodnota podniku kategorizována, je nutné rozlišit pojmy hodnota a cena podniku. Zatímco *cenou* se rozumí konkrétní zaplacená částka za podnik v daném místě a čase, *hodnotou podniku* se rozumí částka stanovená bez ohledu na konkrétní okolnosti prodeje či koupě. Hodnota podniku tak představuje částku, kolem které by se cena měla pohybovat. [2]

Hodnotu podniku lze členit na brutto a netto v závislosti na tom, zda je na očekávané příjmy nahlíženo z pozice vlastníků či všech investorů (tedy i věřitelů). *Hodnota brutto* představuje ohodnocení jak pro vlastníky, tak věřitele a *hodnota netto* představuje ocenění pouze pro vlastníky a je tedy oceňován pouze vlastní kapitál. [4]

Hodnota podniku může být dle Mařík (2011) kategorizována dle čtyř základních přístupů, kterými jsou:

- přístup tržní hodnoty,
- přístup subjektivní (investiční) hodnoty,
- přístup objektivizované hodnoty
- a komplexní přístup, který vychází z Kolínské školy.

### **Tržní hodnota**

Tržní hodnota vychází z otázky, která zní: Kolik je ochoten zaplatit běžný zájemce na trhu? Předpokládá se tedy, že existují kupující a prodávající, kteří se setkávají na trhu s podniky. [4]

Tržní hodnotu lze dle Mezinárodní organizace pro oceňování (International Valuation Standard Committee) definovat jako: *„Odhadnutou částku, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi ochotným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“*

### **Subjektivní (investiční) hodnota**

Subjektivní hodnota vychází z otázky, která zní: Jakou má podnik hodnotu z hlediska konkrétního kupujícího? Na hodnotu podniku je zapotřebí pohlížet jako na jedinečnou, neboť je velice zavádějící v našich podmínkách hovořit o trhu s podniky. [4]

Subjektivní hodnota je dle Mezinárodní organizace pro oceňování (International Valuation Standard Committee) definována jako: *„Hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než jeho tržní hodnota....“*

### **Objektivizovaná hodnota**

Objektivizovaná hodnota vychází z otázky, která zní: Jakou hodnotu lze považovat za obecně přijatelnou? [4]

Podle německých oceňovacích standardů je objektivizovaná hodnota definována jako: *„Typizovaná a jinými subjekty přezkoumatelná výnosová hodnota, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby (vlastníka), neomezeně podléhající daním. Tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude nadále pokračovat v nezměněném konceptu podnikání s využitím realistickým očekáváním, která jsou v souladu s tržními možnostmi, riziky a dalšími vlivy působícími na hodnotu podniku.“*

### **Komplexní přístup vycházející z Kolínské školy**

Kolínská škola vymezuje kategorii hodnoty dle funkcí, které ocenění plní pro uživatele. Mezi tyto funkce se zejména řadí funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová. [4]

*Poradenská funkce* podává informace o maximální ceně pro kupujícího nebo naopak o minimální ceně pro prodávajícího. *Rozhodčí funkce* slouží k nalezení intervalu, ve kterém by se měla pohybovat spravedlivá cena. *Argumentační funkce* slouží jako argumentační podklad pro jednání. *Komunikační funkce* slouží k přípravě podkladů a informací, které jsou využity při komunikaci s veřejností, zejména bankami a investory. [2]

## **2.2 Postup při ocenění podniku**

Jak již bylo zmíněno, dříve než dojde k aplikaci oceňovacích postupů, je nutné vyjasnit z jakého podnětu dochází k ocenění, jaká kategorie hodnoty bude stanovena a jaká úroveň hodnoty by měla být určena. Zvolený postup ocenění pak bude podřízen tomuto vymezení. [4]

Mezi jednotlivé kroky ocenění podniku se řadí především sběr vstupních dat, strategická a finanční analýza, sestavení finančního plánu a v závěru je možné přistoupit k volbě metody a samotnému ocenění podniku. [4]

### **2.2.1 Sběr vstupních dat**

Sběr dat představuje první krok, který by měl být v rámci ocenění učiněn a bude na něm záviset úspěch celého oceňovacího procesu. Pro kvalitní ocenění je nutné mít k dispozici nejen informace o podniku, ale také informace o prostředí a odvětví, ve kterém podnik působí. [3]

Vstupní data lze dle Dluhošová (2010) rozdělit do čtyř hlavních skupin:

- *interní podnikové informace* (finanční plány, účetní závěrka, vnitropodnikové informace aj.),
- *odvětvové informace a prognózy* (analýza trhu, stavu a vývoje ekonomiky a vlivu zahraničního obchodu aj.),
- *mikroekonomické informace* (legislativní předpisy a ratingové ohodnocení),
- *makroekonomické informace* (informace o stavu a vývoji ekonomiky a finančních trhů).

### **2.2.2 Strategická analýza**

Pokud jsou k dispozici veškeré vstupní informace, je možné přejít k dalšímu kroku ocenění, který představuje strategická analýza. Strategická analýza je dle odborníků považována za klíčový krok ocenění. Cílem strategické analýzy je vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku, který je souhrnem vnějšího a vnitřního potenciálu. [4]

Postup strategické analýzy se dle Mařík (2011) skládá ze tří hlavních kroků:

- analýzy vnějšího potenciálu,
- analýzy konkurence a vnitřního potenciálu,
- prognózy tržeb podniku.

### ***Analýza vnějšího potenciálu***

Analýza vnějšího potenciálu představuje identifikaci makroekonomického prostředí (tj. ekonomického, politického, technologického aj.), ve kterém podnik působí. Důležité je tak získat základní makroekonomická údaje týkající se daného trhu, a to buď na základě regionálního nebo celorepublikového vymezení. [3]

Díky analýze vnějšího potenciálu by měly být získány veškeré informace o relevantním trhu, které by dále měly vést k analýze atraktivity trhu a předpovědi kam se trh bude ubírat do budoucna. [4]

### ***Analýza vnitřního potenciálu a konkurence***

Analýza vnitřního potenciálu zjišťuje, jak je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a čelit konkurenci. Tento krok strategické analýzy bývá označován jako analýza mikroprostředí a zahrnuje především konkrétní vymezení relevantního odvětví, postavení společnosti na trhu a vymezení hlavních konkurentů a získání veškerých možných údajů o jejich produkci, hospodaření, strategii, záměrech aj. [3,5]

Nejdříve se tedy vymezí dosavadní tržní podíl oceňovaného podniku, následně je identifikována konkurence a poté lze provést samotnou analýzu vnitřního potenciálu podniku.

### ***Prognóza tržeb podniku***

Při odhadu tržeb by měla být nalezena souvislost mezi prognózou relevantního trhu a vývojem národohospodářských ukazatelů. Aby mohl být do plánování tržeb podniku zahrnut vliv makroekonomických ukazatelů (např. HDP) a ukazatelů týkajících se daného odvětví (export výrobku do zahraničí aj.), je možné využít regresní analýzu založenou na metodě nejmenších čtverců. Pomocí této metody je modelována vícefaktorová regresní přímka, která má dle Zmeškal (2004) následující podobu:

$$Y_t = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot X_{1,t} + \hat{\beta}_2 \cdot X_{2,t} + \hat{\beta}_3 \cdot X_{3,t} + u_t, \quad (2.0)$$

kde  $Y_t$  je vysvětlovaná (závisle proměnná),  $\beta_0$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  a  $\beta_3$  jsou regresní parametry,  $X_{1,t}$ ,  $X_{2,t}$  a  $X_{3,t}$  jsou vysvětlující (nezávisle) proměnné a  $u_t$  je reziduální složka

### 2.2.3 Finanční analýza

Finanční analýza se řadí mezi nejdůležitější nástroje finančního řízení podniku, protože představuje metodu, při které jsou poměřovány mezi sebou navzájem údaje získané z účetních výkazů (rozvahy, výkazu zisků a ztrát a výkazu peněžních toků) a výkazů vnitropodnikového účetnictví. Díky finanční analýze lze komplexně posoudit úroveň finanční situace podniku a získat představu o celkovém hospodaření podniku. Současně lze získat podklady vedoucí ke zlepšení finanční situace podniku. [2,9].

V této podkapitole diplomové práce bude popsána horizontální a vertikální finanční analýza a následně budou charakterizovány některé důležité poměrové ukazatele.

#### *Horizontální analýza*

Horizontální analýza představuje rozbor finanční situace podniku, kdy je využíváno řetězcových a bazických indexů. Horizontální analýza se zabývá časovým vývojem jednotlivých položek účetních výkazů. Zjišťuje se, o kolik se absolutně nebo relativně změnila daná položka běžného roku oproti předcházejícímu roku. V případě, že je k dispozici dostatečně dlouhá časová řada, lze určit trend vývoje. Změnu ukazatele je možno vyjádřit absolutně i relativně. [2,3]

Absolutní změna se vyjádří dle vztahu:

$$\text{absolutní změna} = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t. \quad (2.1)$$

Relativní změna se vyjádří ze vztahu:

$$\text{relativní změna} = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde  $U_t$  je hodnota ukazatele v běžném roce a  $U_{t-1}$  je hodnota ukazatele v předcházejícím roce.

#### *Vertikální analýza*

Vertikální analýza představuje rozbor struktury, který je vyjádřen v procentech. Rozdíl oproti horizontální analýze spočívá v tom, že vertikální analýza se zabývá vždy pouze jedním obdobím, kdy je zjišťováno, jak se na určité globální veličině podílely dílčí veličiny. [3]

Podíl na celku se určí ze vztahu:

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde  $U_i$  je hodnota dílčího ukazatele a  $\sum U_i$  je velikost globálního (absolutního) ukazatele.

## ***Poměrové ukazatele***

Poměrové ukazatele představují poměr jedné položky (či skupiny položek) k jiné položce (či skupině položek). Mezi těmito položkami existují určité obsahové souvislosti a vazby. Poměrových ukazatelů je celá řada a jejich konstrukce a výběr je podřízen tomu, co má být změřeno. [9]

Ukazatele finanční analýzy je možno rozčlenit do několika skupin, přičemž mezi ty hlavní se řadí ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele likvidity, ukazatele aktivity a ukazatele kapitálového trhu. [2]

***Ukazatele zadluženosti*** zkoumají vztah mezi podnikovými aktivy a zdroji jejich krytí. Jde především o to, aby byl nalezen optimální poměr mezi vlastními a cizími zdroji. [2,6]

Ukazatelů zadluženosti je mnoho, přičemž v rámci diplomové práce bude specifikován ukazatel celková zadluženost a podíl vlastního kapitálu na aktivech.

Ukazatel *celkové zadluženosti* poměřuje zapojení cizích zdrojů na financování celkového majetku společnosti. S rostoucí hodnotou tohoto ukazatele roste i riziko věřitelů. Trend celkové zadluženosti by měl být v čase klesající. [2]

Celková zadluženost se určí ze vztahu:

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{CK}{A}, \quad (2.4)$$

kde  $CK$  je cizí kapitál a  $A$  jsou aktiva.

Ukazatel *podíl vlastního kapitálu na aktivech* vyjadřuje dlouhodobou finanční stabilitu a vypovídá o tom, jak je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji. [2]

Podíl vlastního kapitálu na aktivech se určí ze vztahu:

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{VK}{A}, \quad (2.5)$$

kde  $VK$  je vlastní kapitál.

***Ukazatelé rentability*** představují měřítko celkové efektivnosti podnikatelské činnosti. Je poměřován výstup k určitému vstupu, kterým mohou být celková aktiva, vlastní kapitál nebo tržby. Trend ukazatelů rentability by měl být rostoucí. [2,6]

V diplomové práci bude dále specifikován ukazatel rentability aktiv a vlastního kapitálu.

Ukazatel *rentability aktiv* poměřuje zisk a celková aktiva bez ohledu na zdroje financování těchto aktiv. Je považován tedy za klíčové měřítko rentability, které je možno určit z následujícího vztahu. [2,6].

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.6)$$

kde *ROA* je rentabilita aktiv a *EBIT* je zisk před zdaněním a úroky.

Ukazatel *rentability vlastního kapitálu* udává celkový efekt, který plyne z vlastního kapitálu. Obecně lze říci, že by tento ukazatel měl být vyšší než je úroková míra bezrizikových cenných papírů. [2,8].

Ukazatel se určí ze vztahu:

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.7)$$

kde *ROE* je rentabilita vlastního kapitálu a *EAT* je čistý zisk.

**Ukazatele likvidity** se využívají, pokud je zapotřebí zjistit, jestli a jak rychle je podnik schopen hradit své závazky. Ukazatele likvidity poměřují to, čím je placeno (krátkodobá oběžná aktiva) s tím, co má být zapláceno (krátkodobé závazky). [6].

Obecně se rozlišují tři hlavní ukazatele likvidity: ukazatel celkové, pohotové a okamžité likvidity, které lze vypočítat dle následujících vztahů:

$$\text{Ukazatel celkové likvidity} = \frac{OA}{kr.závazky}, \quad (2.8)$$

$$\text{Ukazatel pohotové likvidity} = \frac{OA - zásoby}{kr.závazky}, \quad (2.9)$$

$$\text{Ukazatel okamžité likvidity} = \frac{\text{pohotov\acute{e} platebn\acute{i} prostředky}}{kr.závazky}, \quad (2.10)$$

kde *OA* jsou oběžná aktiva.

**Ukazatele aktivity** lze rozdělit do dvou hlavních skupin, tj. ukazatele doby obratu a obrátka. *Ukazatele doby obratu* vypovídají o tom, jak dlouho trvá, než se majetek přemění na pohotové peněžní prostředky. *Obrátka* vypovídá o intenzitě využití majetku a vyjadřuje počet obrátek za rok. [2]

Doba obratu se stanoví ze vztahu (2.11) a obrátka ze vztahu (2.12):

$$\text{Doba obratu ukazatele } X = \frac{X \cdot 360}{TR}, \quad (2.11)$$

$$\text{Obrátka ukazatele } X = \frac{TR}{X}, \quad (2.12)$$

kde *TR* jsou tržby a *X* představuje daný ukazatel za který je aktivita měřena.



## 2.2.4 Finanční plán

Důležitou podmínkou při oceňování podniku výnosovými metodami je sestavení finančního plánu. Finanční plán představuje komplexní nástroj řízení a rozhodování podniku, který spojuje veškeré aspekty hospodaření firmy do jedné veličiny - peněz.

Finanční plány se mohou sestavovat na různě dlouhá období. Jako stěžejní a nejvíce používaný lze považovat roční plán (tzn. krátkodobý). Dlouhodobý plán na období 5 a více let je sestavován v případě taktického a strategického řízení. [10]

Obsahem finančního plánování je sestavení účetních výkazů (rozvahy, výkazu zisků a ztrát, popřípadě výkazu cash flow), jejichž konkrétní položky budou vycházet nejenom z minulého vývoje, ale také z dlouhodobé koncepce podniku a tedy vize a jasné strategie do budoucna. Sestavení finančního plánu je věcně a časově náročné a je nutné zachovat vztah mezi dlouhodobým a krátkodobým plánem. [5]

Finanční plán je možné sestavovat dle řady metod, například pomocí *metody pevného podílu na tržbách*, kdy jádro této metody spočívá v tom, že je na základě historických dat stanoven podíl jednotlivých položek na tržbách, který se předpokládá neměnný i do budoucna. Další využívanou metodou je *metoda proměnlivého podílu na tržbách*, která stejně jako předcházející popsaná metoda vychází z prognózovaného objemu tržeb, přičemž se ale předpokládá měnící se podíl jednotlivých položek v čase. Díky *metodě simulační* je možné sestavit plán ve více variantách pro rozdílné scénáře vývoje (např. pesimistické nebo optimistické). Dále může být při finančním plánování využita metoda vycházející z tzv. *generátorů hodnoty*. Výše zmíněné metody lze využít samostatně nebo kombinovat mezi sebou navzájem. [4,10]

Jednotlivé kroky sestavení finančního plánu jsou dle Zmeškal (2004) následující:

- plán tržeb,
- plán investic,
- plán zdrojů financování investic,
- vybilancování jednotlivých položek,
- kritériální zhodnocení finančního plánu,
- následné úpravy, simulace a optimalizace.

*Plán tržeb* představuje klíčovou část plánování, od které se odvíjí další jednotlivé finanční plány. Způsob sestavení plánu tržeb je popsán v podkapitole 2.2.2. *Plán investic* by měl vycházet z předpokládané strategie podniku do budoucna a jeho potřeb obnovovacích či rozvojových investic. Následně se na základě finančních možností podniku stanoví *způsob*

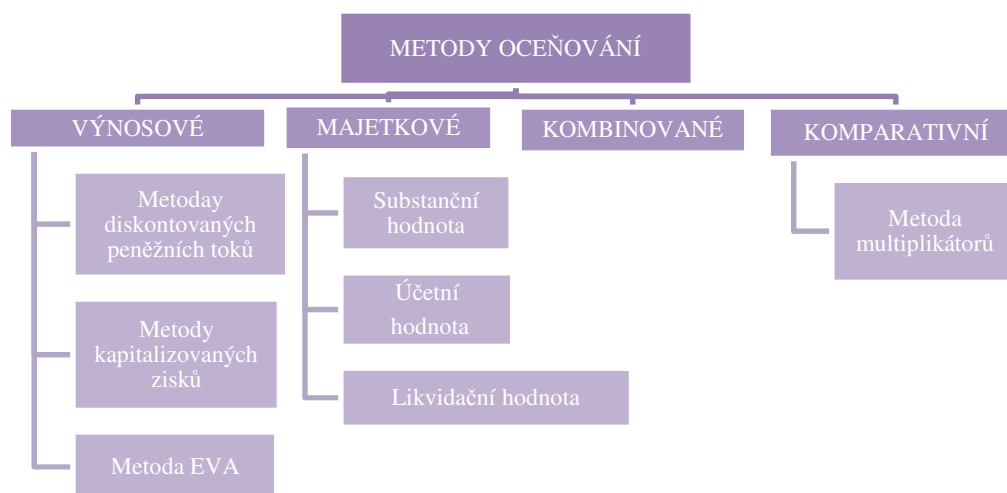
*financování investic* (zda lze využít pouze interní zdroje nebo je nutné zapojit i zdroje externí). *Vybilancováním jednotlivých položek* docílíme nutné podmínky rovnosti aktiv a pasiv. Po těchto krocích, lze přistoupit k *vyhodnocení finančního plánu* a stanovení, jakým směrem se bude firma ubírat do budoucna (zda bude její hodnota růst, či nikoliv). Při zhodnocení finančního plánu je možné využít ukazatele finanční analýzy. *Následné korekce a optimalizace* jsou prováděny v případě, že plán nesplňuje zadané cíle a představy. [10]

## 2.3 Metody ocenění

V praxi je využívána celá řada metod ocenění podniku, přičemž je velice důležité zvolit vhodnou metodu, která bude odpovídat zvoleným cílům. To, jaká metoda bude aplikována, je ovlivněno především účelem ocenění a subjektivním postojem oceňovatele. [2]

Obecně je možné metody ocenění rozdělit dle dvou přístupů, podle konceptu ocenění a podle zohlednění rizika a nejistoty. Podrobné rozčlenění metod dle konceptu ocenění je zobrazeno v Obr. 2.1.

Obr. 2.1 Přehled metod stanovení hodnoty firmy



Zdroj: Dluhošová, D. Finanční řízení a rozhodování podniku (2010)

### 2.3.1 Výnosové metody ocenění

Při aplikaci výnosových metod se vychází z očekávaného užitku, který statek generuje pro svého držitele. Při ocenění podniků je užitek představován budoucími zisky, dividendami nebo finančními toky plynoucími z podnikatelské činnosti.[2]

U výnosových metod je důležité správně stanovit budoucí výnosy, náklady kapitálu a vymezit časové období, protože hodnota podniku je stanovena jako současná hodnota všech budoucích peněžních toků.[2]

### **Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)**

Metoda diskontovaných peněžních toků je rozšířena převážně v anglosaských zemích, nicméně její využití se uplatňuje i v České republice. Jak již samotný název napovídá, princip této metody vychází z odhadu budoucích volných finančních toků, které podnik generuje. [2]

V závislosti na tom, jaký kapitál je oceňován a jak jsou tedy vymezeny peněžní toky a náklady kapitálu, lze dle Dluhošová (2010) využít čtyři základní metody ocenění podniku:

- metoda DCF – Entity,
- metoda DCF – Equity,
- metoda DDM,
- metoda APV.

**Metoda DCF – Entity** vychází z propočtu hodnoty podniku jako celku a dochází tak k ocenění celkového kapitálu, z čehož vyplývá, že se pracuje s volným peněžním tokem náležícím vlastníkům i věřitelům, kdy volný peněžní tok je diskontován průměrnými celkovými náklady kapitálu. [2]

Výhoda této metody spočívá v tom, že ji lze využít i v případě ocenění jednotlivých divizí. U této metody je nejprve získána hodnota podniku jako celku a následně po odečtení hodnoty cizího kapitálu je stanovena hodnota vlastního kapitálu. [4]

Hodnota podniku jako perpetuita se stanoví:

$$V = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.13)$$

kde  $V$  je hodnota podniku,  $FCFF$  je volný peněžní tok plynoucí vlastníkům i věřitelům.

**Metoda DCF – Equity** vychází z vlastnického principu, protože je oceňován pouze vlastní kapitál firmy. Vychází se tak pouze z peněžních toků, které náleží vlastníkům a k diskontování je využit náklad vlastního kapitálu. Touto metodou lze získat přímo hodnotu vlastního kapitálu. [2,4]

Hodnota podniku jako perpetuita se stanoví:

$$V = \frac{FCFE}{R_E}, \quad (2.14)$$

kde  $FCFE$  je volný peněžní tok plynoucí vlastníkům.

**Metoda DDM** je opět založena na vlastnickém principu, rozdíl oproti metodě DCF – Equity ale spočívá v tom, že peněžní tok je představován pomocí dividend, které plynou majitelům z držení akcií. [2]

U tohoto modelu je možno počítat jak s konstantní dividendou dle vzorce (2.15), tak s růstem dividend dle vzorce (2.16):

$$V = \frac{DIV}{R_E}, \quad (2.15)$$

$$V = \frac{DIV}{R_E - g}, \quad (2.16)$$

kde  $DIV$  je dividendy v běžném období a  $g$  je očekávaná míra růstu dividend.

**Metoda APV** je využívána k ocenění celkového kapitálu. Nejdříve se stanoví hodnota nezadlužené firmy, která se následně upraví o hodnotu daňového štítu, díky této úpravě vznikne hodnota zadluženého podniku. [2]

Hodnota firmy jako perpetuita se stanoví následovně:

$$V = \frac{FCFE_U}{R_U} + \frac{TS}{R_D}, \quad (2.17)$$

kde  $FCFE_U$  jsou finanční toky nezadlužené firmy,  $R_U$  je celkový náklad kapitálu nezadlužené firmy a  $TS$  je daňový štít.

### **Metoda kapitalizovaných zisků**

Metoda kapitalizovaných zisků má bližší vazbu na účetní principy a její uplatnění se týká především kontinentální Evropy. Pomocí metody kapitalizovaných zisků je hodnocen pouze vlastní kapitál. Jedná se o jednoduchou metodu, u které je ale v praxi nutno provádět řadu korekcí. Metodu kapitalizovaných zisků lze aplikovat ve dvou formách, tj. paušální a analytické. [2,3]

Tato metoda je založena na tzv. trvale udržitelném zisku, který je představován upraveným účetním ziskem. Zapotřebí je především vyloučit mimořádné výnosy a náklady, upravit odpisy o reálné opotřebení, vyloučit skryté rezervy aj. [2]

Odhadovaný trvale udržitelný zisk se stanoví ze vztahu (2.18) a hodnota podniku následně dle vztahu (2.19) :

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.18)$$

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.19)$$

kde  $Z_t$  je historický zisk upravený o korekce,  $w_t$  jsou váhy přiřazené k jednotlivým obdobím a  $T$  je počet let zahrnutých do výsledku.

Výpočet **analytické metody** je obdobný výpočtu dle metody DCF, stejně jako v případě DCF je analyzována minulost, která vede k sestavení finančního plánu, rozdíl ale

spočívá v tom, že očekávaný výnos společnosti je stanoven na základě upravených budoucích výsledků hospodaření, nikoliv na základě peněžních toků. [4]

Hodnota VK za předpokladu trvalé existence podniku se stanoví dle následujícího vztahu:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{\check{V}_t}{(1+R_E)^t} + \frac{T\check{V}}{R_E} \cdot (1 + R_E)^{-T} \quad (2.20)$$

kde  $\check{V}$  je odhad odnímatelného čistého výnosu (upraveného výsledku hospodaření),  $T\check{V}$  je trvale odnímatelný čistý výnos,  $T$  je délka období pro které jsme schopni v jednotlivých letech odhadnout čistý výnos (tj. počet let první fáze).

**Paušální metoda** vychází z minulosti, a proto je vhodné ji využít, jestliže je obtížně predikovatelná budoucnost podniku. Stejně jako v případě analytické metody se stanoví trvale odnímatelný čistý výnos, a to tak, že se minulé výsledky hospodaření upraví o řadu korekcí. Takto upravený výsledek hospodaření je nutné vyjádřit v cenách za rok ocenění, tj. pomocí bazického indexu stanoveného díky inflaci. Nakonec jsou upraveným výsledkům hospodaření přiřazeny váhy dle vzdálenosti od data ocenění (nejbližší rok je ohodnocen nejvyšší vahou a naopak) a je získán trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy, který se po odečtení hodnoty odpisů a daní dosadí do následujícího vzorce (2.21). [4]

Propočet hodnoty VK je následující:

$$V = \frac{T\check{V}}{R_E}. \quad (2.21)$$

### **Metoda EVA**

Metoda EVA neboli ekonomická přidaná hodnota bývá využívána nejenom jako výnosová metoda ocenění, ale především také jako nástroj finančního řízení a finanční analýzy. EVA vychází z konceptu ekonomického zisku, kterého podnik dosáhne, jestliže má schopnost uhradit jak běžné náklady, tak náklady kapitálu, přičemž jsou respektovány náklady cizího i vlastního kapitálu. [2]

Při ocenění podniku se EVA může využít ve třech variantách: EVA – Entity, EVA – Equity a méně využívaná metoda EVA – APV. Více o metodě EVA viz. Mařík (2011).

### **2.3.2 Majetkové metody ocenění**

Majetkové metody ocenění jsou založeny na ocenění každé majetkové složky zvlášť. Součtem jednotlivých cen je pak stanoveno souhrnné ocenění aktiv, ze kterého se po odečtení veškerých závazků a dluhů získá hodnota vlastního kapitálu. Rozlišujeme tři základní metody majetkového ocenění: účetní metodu, substanční metodu a metodu likvidační hodnoty. [5]

## **Účetní metoda**

Při aplikaci účetní metody se pracuje s historickými cenami, jejichž zdrojem je především rozvaha. Stanovení hodnoty podniku pomocí této metody není tedy vůbec náročné, jelikož se ale metoda řadí k těm méně přesným, je její nevýhodnou nižší vypovídací schopnost. [2]

Ocenění vlastního kapitálu se stanoví dle následujícího vztahu:

$$\text{hodnota VK} = \text{účetní hodnota aktiv} - \text{účetní hodnota závazků a dluhů}. (2.22)$$

## **Substanční metoda**

Při aplikaci substanční metody se pracuje s reprodukčními pořizovacími cenami<sup>1</sup>, což přispívá k zohlednění tržní situace a reálnějšímu zobrazení hodnoty majetku. Nevýhoda metody spočívá ale v tom, že není brát v potaz vliv současné a budoucí výnosnosti na hodnotu podniku. [2]

## **Metoda likvidační hodnoty**

Při aplikaci metody likvidační hodnoty majetku se předpokládá, že dojde k ukončení podnikatelské činnosti, veškerý majetek bude rozprodán a veškeré závazky budou uhrazeny. Toto ocenění je prováděno k určitému časovému okamžiku, a proto představuje ocenění statické. Likvidační hodnota určuje dolní hranici hodnoty podniku, která závisí na tom, zda k likvidaci podniku dochází kvůli tlaku z vnějšku (především věřitelů) nebo se jedná o likvidaci dobrovolnou. [2,4]

### **2.3.3 Metody komparativní**

Při využití komparativních metod se hodnota podniku stanoví na základě srovnání oceňovaného podniku s dostupnými informacemi o podobných podnicích. Tohoto srovnání je možné docílit především u podniků, které jsou veřejně obchodovány na finančních trzích. [2]

Hodnota firmy se stanoví dle vztahu:

$$V = \text{multiplikátor}_{\text{srovnatelná firma}} \cdot \text{ukazatel}_{\text{oceňovaná firma}}. (2.23)$$

V rovnici (2.23) se vyskytuje položka multiplikátor, která představuje nástroj, díky kterému jsou zohledněny rozdíly mezi absolutní velikostí vybraných ukazatelů oceňovaného a porovnávaného podniku. Multiplikátory je možné konstruovat různě a v případě odvětví je lze stanovit na bázi průměrných hodnot aj. [2]

---

<sup>1</sup> Dle §25 zákona č. 563/1991 Sb. Zákonů je: „Reprodukční pořizovací cena cenou, za kterou by byl majetek pořízen v době, kdy se o něm účtuje.“

Díky komparativní metodě lze podnik rychle a snadno ocenit, problém ale spočívá v nalezení srovnatelných prodávaných podniků, a proto není tato metoda v podmínkách České republiky příliš využívána. [4]

#### 2.3.4 Metody kombinované

Metody kombinované pracují s výsledky získanými dle výše popsaných metod. V praxi se především využívá váženého průměru. Díky tomuto přístupu lze částečně odstranit nedostatky jednotlivých metod a získat tak hodnotu s vyšší vypovídací schopností. [2]

Výpočet kombinované hodnoty lze určit následovně:

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.24)$$

kde  $w_i$  jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám (přičemž jejich suma musí být rovna 1 a náležet intervalu 0 až 1) a  $V_i$  je hodnota stanovená dle jednotlivých metod.

#### 2.3.5 Fázové metody

Pokud je oceňován podnik, zpravidla se předpokládá, že trvání jeho podnikatelské činnosti bude časově neomezené, což lze označit jako going concern (výjimkou je likvidační hodnota). V případě časově neomezeného období je ovšem obtížné plánovat peněžní toky, neboť podnik může procházet určitými fázemi vývoje (růst, pokles aj.), a proto se při oceňování podniku toto období rozděluje do několika fází. [2]

Fázové metody jsou nejčastěji využívány u metod diskontovaných peněžních toků, a proto bude následující postup a charakteristika fází vysvětlena na těchto metodách.

##### *Jednofázová metoda*

Jednofázová metoda představuje nejjednodušší situaci, kdy se předpokládá, že podnik nebude procházet jednotlivými fázemi, protože se podnikatelská činnost bude vyvíjet po celé neomezené období stále stejně a stabilně. [2]

Hodnota podniku se stanoví jako perpetuita dle následujícího vztahu (2.25), při zakomponování tempa růstu (poklesu) dle vztahu (2.26):

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (2.25)$$

$$V = \frac{FCF}{R-g}, \quad (2.26)$$

## Dvoufázová metoda

Pro reálnější zobrazení skutečnosti je vhodné využít alespoň dvoufázovou metodu, kdy se trvání podniku rozdělí na dvě fáze. [2]

*První fáze* představuje období, pro které lze přesněji predikovat peněžní toky a je obvykle plánována na časový horizont 4 až 6 let. [2]

Finanční toky první fáze se určí dle vztahu:

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+R_1)^t}, \quad (2.27)$$

kde  $V_1$  je hodnota firmy za první fázi,  $t$  je délka první fáze a  $R_1$  jsou náklady kapitálu za první fázi.

*Druhá fáze* představuje období od konce první fáze až do nekonečna. Ve druhé fázi se uvažuje pouze trend, jakým se budou finanční toky vyvíjet do budoucna. Hodnota podniku druhé fáze se označuje jako pokračující hodnota, která musí být diskontována k momentu ocenění. Pokračující hodnota se při konstantních finančních tocích stanoví dle vztahu (2.28) a za předpokladu konstantního tempa růstu dle vztahu (2.29):

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.28)$$

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}, \quad (2.29)$$

kde  $R_2$  jsou náklady kapitálu za druhou fázi,  $PH$  je pokračující hodnota a  $g$  je tempo růstu.

Hodnota druhé fáze se pak stanoví dle vztahu:

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T},$$

kde  $V_2$  je hodnota firmy za druhou fázi. (2.30)

Následně, po stanovení hodnot za každou fázi zvlášť, je možné vyčíslit *souhrnnou hodnotu* firmy:

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.31)$$

$$V_1 = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_t}{(1+R_1)^t} + \frac{PH}{(1+R_1)^T}, \quad (2.32)$$

Mimo výše uvedených metod lze využít i tří a *vícefázové metody*. Období fungování podniku je rozděleno do několika na sebe navazujících fází. Poslední fáze trvá neomezeně dlouho a hodnota podniku se stanoví jako souhrn finančních toků za jednotlivé fáze. [2]



## 2.4 Vymezení volných finančních toků

Jelikož bude při ocenění podniku aplikována metoda diskontovaných peněžních toků, je nezbytné vymezit příjmy a výdaje, které jsou generovány podnikatelskou činností.

Obecně lze tyto finanční toky dle Dluhošová (2010) rozdělit na:

- finanční toky plynoucí vlastníkům (FCFE),
- finanční toky plynoucí věřitelům (FCFD),
- finanční toky plynoucí vlastníkům i věřitelům (FCFF).

### 2.4.1 Volné finanční toky plynoucí vlastníkům

V případě volných finančních toků plynoucích vlastníkům je zapotřebí identifikovat, zda jsou potřeby podniku financovány pouze vlastním, anebo i cizím kapitálem. [2]

Za předpokladu financování pomocí vlastních zdrojů se FCFE určí dle následujícího vztahu:

$$\begin{aligned} FCFE_t^U &= FCFF_t^U = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t, \\ EAT_t &= (TR_t - N_t - ODP_t) \cdot (1 - d_t), \end{aligned} \quad (2.33)$$

kde  $ODP$  jsou odpisy,  $N$  jsou provozní náklady bez odpisů,  $\check{C}PK$  je čistý pracovní kapitál a  $INV$  jsou investice.

V případě zapojení úvěru při financování podniku se volné peněžní toky stanoví následovně:

$$\begin{aligned} FCFE_t^{uver} &= EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t + S_t - INV_t, \\ EAT_t &= (TR_t - N_t - ODP_t - U_t) \cdot (1 - d_t), \end{aligned} \quad (2.34)$$

kde  $S$  je saldo dluhu (rozdíl mezi čerpáním úvěru v daném roce a splátkami úvěru v daném roce).

### 2.4.2 Volné finanční toky plynoucí věřitelům

Volné finanční toky plynoucí pouze věřitelům je možné stanovit dle následujícího vztahu:

$$FCFD_t = U_t \cdot (1 - d_t) - S_t, \quad (2.35)$$

kde  $S$  představuje saldo z pohledu věřitele (rozdíl mezi příjmem z inkasovaných splátek dluhu a výdaji na poskytnuté dluhy)

### 2.4.3 Volné finanční toky plynoucí vlastníkům i věřitelům

Celkové volné finanční toky představují sumu vztahů (2.34) a (2.35), kterou lze po úpravě vyjádřit následovně:

$$FCFF_t = FCFE_t + FCFD_t, \quad (2.36)$$

$$FCFF_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + U_t \cdot (1 - d_t),$$

## 2.5 Náklady kapitálu

Při oceňování je důležité vymezit náklady na kapitál, protože pomocí nich budou převedeny volné peněžní toky na diskontované.

Na náklady kapitálu je možno nahlížet ze dvou pohledů, a to z pohledu investora a z pohledu podniku. *Z pohledu podniku* (vlastníka) si lze náklady kapitálu představit jako cenu zaplacenou podnikem za získání různých forem kapitálu, které jsou využity jednak na financování majetku a jednak na rozvoj činnosti podniku. *Z pohledu investora* jsou náklady kapitálu považovány za minimální výnosnost kapitálu, které musí být dosaženo, aby nedošlo ke snížení jeho hodnoty bohatství. Jsou tedy představovány vnitřním výnosovým procentem kapitálu, kdy se tržní hodnota majetku rovná současné hodnotě peněžních toků, které jsou majetkem generovány. [2]

Velikost nákladu kapitálu je obecně ovlivněna třemi hlavními faktory, kterým jsou stupeň zadluženosti podniku, doba splatnosti a systém zdanění. [2]

Náklady kapitálu jsou členěny na náklady na celkový kapitál, náklady na cizí kapitál a náklady na vlastní kapitál. [2]

### 2.5.1 Náklady na celkový kapitál

Náklady na celkový kapitál jsou tvořeny dvěma složkami – náklady na cizí a vlastní kapitál. Náklady na celkový kapitál vyjadřují minimální požadovanou výnosnost, která by zabezpečila splacení nákladu kapitálu věřitelům a současně by zabezpečila odměnu vlastníkům. Podíl složek cizího a vlastního kapitálu by měl být stanoven na základě tržních hodnot, nikoliv účetních. [2]

Náklady na celkový kapitál se určí z následujícího vztahu:

$$WACC = \frac{R_D \cdot (1-d) \cdot CK + R_E \cdot VK}{CK + VK}, \quad (2.37)$$

kde  $R_D$  jsou náklady na cizí kapitál a  $d$  je sazba daně z příjmu.

## 2.5.2 Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál představují úroky, které jsou placeny věřitelům. Výše úroků se pak liší v závislosti na době splatnosti cizího kapitálu, očekávané efektivnosti a bonitě dlužníka. [2]

V případě, že firma získá úvěr, emituje obligace aj., jsou náklady na cizí kapitál sníženy o tzv. daňový štít, který představuje úsporu z daní. [2]

Náklady cizího kapitálu jsou pak vyjádřeny dle následujícího vztahu:

$$R_D = i \cdot (1 - d), \quad (2.38)$$

kde  $i$  je úroková míra z dluhu.

Za předpokladu rozdílné struktury úvěrů se náklady na cizí kapitál stanoví jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb. [2]

Vztah pro stanovení úrokové míry je následující:

$$i = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{průměrný stav bankovních úvěrů}}. \quad (2.39)$$

## 2.5.3 Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál by měly být vyšší než náklady na cizí kapitál ze dvou příčin. *První příčinou* je, že vlastník podstupuje vyšší riziko než věřitel, protože věřiteli je jednak zaručen pravidelný příjem úrokových sazeb a současně věřitel své peněžní prostředky investuje na přesně určenou dobu, zatímco vlastník nezná dobu splatnosti svého vkladu a jeho výnos taktéž není dopředu zaručen. *Druhá příčina* vyplývá z uznatelnosti úroků jako daňových nákladů. Tento efekt snižující zisk, jako základ pro výpočet daně, se nazývá daňový štít. [2]

Náklady na vlastní kapitál lze určit pomocí modelů vycházejících z tržních, anebo účetních dat. Tržní přístup lze využít za předpokladu, že v ekonomice existuje rozvinutý kapitálový trh. Základní tržní modely využívané ke stanovení nákladu na vlastní kapitál představují: *model CAPM* (model oceňování kapitálových aktiv), *model APM* (arbitrážní model oceňování kapitálových aktiv) a *dividendový růstový model*. [2]

Metody, které ke stanovení nákladu na vlastní kapitál využívají účetní data, se nazývají *stavebnicové modely*. [2]

### **Model CAPM**

Model CAPM představuje jednofaktorový tržní model, kdy očekávaný výnos vlastního kapitálu závisí na výnosu pouze jednoho rizikového faktoru, kterým je tržní portfolio. Model

lze také označit za rovnovážný, protože mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je stejný pro všechny investory. [2]

### ***Model APM***

Na rozdíl od modelu CAPM, model APM představuje vícefaktorový model, neboť výnos vlastního kapitálu závisí na více rizikových faktorech, kterými mohou být HDP, inflace, rentabilita, zadluženost firmy aj. Model APM je také modelem rovnovážným, přičemž rovnovážná podmínka je dána nemožností arbitráže. [2]

### ***Dividendový model***

Pro oceňování akcií je využíván dividendový model, přičemž tržní cena akcie se stanoví jako současná hodnota budoucích dividend z této akcie v jednotlivých letech. Obměnou dividendového modelu je Gordonův dividendový model, který předpokládá růst dividend v dalších letech. [2]

### ***Stavebnicový model***

Stavebnicovému modelu bude v diplomové práci věnována vyšší pozornost, neboť bude právě tento model aplikován při stanovení nákladu na vlastní kapitál podniku.

Jak již bylo zmíněno, stavebnicový model představuje účetní přístup stanovení nákladu na vlastní kapitál. Obecně jsou stavebnicové modely založeny na součtu výnosnosti bezrizikového aktiva a rizikových přírážek. Přičemž tyto rizikové přírážky jsou vyvozovány z účetních dat, nikoli trhu. Stavebnicových modelů existuje celá řada, jejich rozdílnost spočívá ve stanovení a vyčíslení rizikových přírážek. [2]

Dále bude charakterizován stavebnicový model využívaný Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Tento model navazuje na východiska modelu MM II, mezi jehož hlavní předpoklady se řadí: existence informačně dokonalého trhu, bezriziková sazba dluhu, zanedbávají se náklady bankrotu a zisk je zdaňován. V takto pojatém modelu vede zvýšení cizího kapitálu ke snižování celkového nákladu na kapitál v důsledku daňového štítu. [2]

Náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy se dle stavebnicového modelu určí jako:

$$WACC_U = R_F + R_{POD} + R_{FINSTAB} + R_{LA}, \quad (2.40)$$

kde  $WACC_U$  jsou náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy,  $R_F$  je bezriziková sazba,  $R_{POD}$  je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko,  $R_{FINSTAB}$  je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability a  $R_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku.

Dále lze určit dle následujícího vztahu (2.41) náklady celkového kapitálu zadlužené firmy a dle vztahu (2.42) náklady vlastního kapitálu:

$$WACC_L = WACC_U \cdot (1 - \frac{CK}{A} \cdot d), \quad (2.41)$$

$$R_E = \frac{WACC \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{EAT}{EBT} \cdot UM \cdot (\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A})}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.42)$$

kde  $UZ$  jsou úplné zdroje,  $UM$  je odhad úrokové míry a  $EBT$  je zisk před zdaněním.

Úplatné zdroje a odhad úrokové míry se stanoví z následujících vztahů (2.43) a (2.44):

$$UZ = VK + BÚ + O, \quad (2.43)$$

$$UM = \frac{\text{nákladové úroky}}{\text{obligace} + \text{bankovní úvěry}}, \quad (2.44)$$

kde  $BÚ$  jsou bankovní úvěry a  $O$  jsou obligace.

**Bezriziková sazba** vyjadřuje výnos desetiletých státních dluhopisů.

**Riziková přirážka za podnikatelské riziko** souvisí s ukazatelem produkční síly ( $EBIT/A$ ), který se porovnává s ukazatelem ( $X1$ ) vyjadřujícím nahrazování úplatných cizích zdrojů vlastními. Tento vztah lze tedy zapsat následovně:

$$\frac{EBIT}{A} \geq X1, \quad (2.45)$$

$$\text{kde } X1 = \frac{UZ}{A} \cdot UM. \quad (2.46)$$

Podmínky pro rizikovou přirážku za podnikatelské riziko jsou:

- pokud je  $\frac{EBIT}{A} > X1$ , pak se  $R_{POD}$  bude rovnat minimální hodnotě  $R_{POD}$  v odvětví,
- pokud je  $\frac{EBIT}{A} < 0$ , pak  $R_{POD} = 10\%$ ,
- pokud  $0 < \frac{EBIT}{A} < X1$ , pak  $R_{POD}$  se určí dle vztahu:

$$R_{POD} = \frac{(X1 - \frac{EBIT}{A})^2}{X1^2} \cdot 0,1. \quad (2.47)$$

**Riziková přirážka za finanční stabilitu** charakterizuje vztahy mezi životností aktiv a pasiv, přičemž je navázána na celkovou likviditu ( $L3$ ), která se porovnává s pohotovou ( $XL1$ ) a okamžitou likviditou ( $XL2$ ) odvětví.

Podmínky pro rizikovou přírážku za finanční stabilitu jsou:

- pokud je  $L3 \leq XL1$ , pak  $R_{FINSTAB}$  bude = 10%,
- pokud je  $L3 \geq XL2$ , pak  $R_{FINSTAB}$  bude = 0%,
- pokud  $XL1 < L3 < XL2$ , pak  $R_{FINSTAB}$  se určí ze vztahu:

$$R_{FINSTAB} = \frac{(XL2-L3)^2}{(XL2-XL1)^2} \cdot 0,1. \quad (2.48)$$

**Riziková přírážka za velikost podniku** je navázána na velikost úplatných zdrojů podniku.

Podmínky pro rizikovou přírážku za velikost podniku jsou:

- pokud je  $UZ \leq 100 \text{ mil. Kč}$ , pak  $R_{LA}$  bude = 5%,
- pokud je  $UZ \geq 3 \text{ mld. Kč}$ , pak  $R_{LA}$  bude = 0%,
- pokud je  $100 \text{ mil. Kč} < UZ < 3 \text{ mld. Kč}$ , pak  $R_{LA}$  se určí ze vztahu:

$$R_{LA} = \frac{(3-UZ)^2}{168,2}. \quad (2.49)$$

## 2.6 Citlivostní analýza

Zejména v případě metod oceňování, které vycházejí z predikce, by měla být provedena analýza citlivosti, jejíž cílem je zjistit dopady na hodnotu VK podniku, jestliže dojde ke změně určitého vstupního parametru. Základní metodou je jednofaktorová analýza, která zkoumá vliv změny jedné vstupní veličiny, přičemž ostatní vstupní parametry zůstávají neměnné.

Syntetický finanční ukazatel lze vyjádřit jako funkci jednotlivých dílčích ukazatelů (vstupních faktorů) dle rovnice:

$$U = f(F_1, F_2, F_3 \dots F_n). \quad (2.50)$$

Novou hodnotu, a tedy citlivost souhrnného ukazatele na jeden z dílčích ukazatelů lze stanovit dle následující rovnice:

$$U_{1+\alpha}^{F_1} = f[(1 + \alpha) \cdot F_1, F_2, F_3 \dots F_n], \quad (2.51)$$

kde  $\alpha$  představuje relativní odchylku vstupního parametru, která může být kladná i záporná.

### 3. Aplikace zvolených metod při ocenění podniku

Obsahem třetí kapitoly diplomové práce je představení oceňované společnosti, kterou je Rodinný pivovar BERNARD a.s., dále strategická analýza, dlouhodobý finanční plán pivovaru, výpočet vybraných poměrových ukazatelů finanční analýzy a následné ocenění podniku metodou diskontovaných peněžních toků a metodou kapitalizovaných zisků.

#### 3.1 Charakteristika firmy

Novodobá historie Rodinného pivovaru BERNARD a.s. (dále pivovar BERNARD) sídlícího v Humpolci započala v 30. letech 20. století. V tomto období pivovar zaměstnával 40 stálých pracovníků a majitelkou společnosti byla Marie Terezie Fügnerová, pivo bylo dodáváno na Humpolecko, Německobrodsko, Leděčko i Pelhřimovsko. Po válce byl pivovar roku 1949 přeměněn na komunální podnik a následně se stal součástí národního podniku Jihočeské pivovary České Budějovice. Pod státním vedením docházelo k poklesu výstavu i kvality piva. Po převratu byl nakonec pivovar v rámci malé privatizace roku 1991 vydražen Stanislavem Bernardem, Josefem Vávrou a Rudolfem Šmejkalem. V tomto roce započala moderní historie pivovaru. Roku 2000 pivovar BERNARD zakoupil sladovnu v Rajhradu, díky čemuž rozšířil svůj výrobní proces, od tohoto roku působí pivovar BERNARD jako akciová společnost. V roce 2001 do společnosti vstoupil strategický partner pivovar Duvel Moortgat z Belgického království. V roce 2009 výstav pivovaru překročil hranici 200 tis. hl alkoholického a nealkoholického piva. Při svém dlouhodobém působení na českém trhu pivovar získal řadu ocenění, každoročně se umísťuje na výherních příčkách v soutěžích českých i zahraničních. Jako příklad lze za rok 2011 uvést tři první a tři třetí místa v soutěži o nejlepší české pivo, kterou pořádá Sdružení přátel piva. V rámci této soutěže pivovar také zvítězil v kategorii Pivovar roku. V roce 2011 rovněž Rodinný pivovar BERNARD obhájil své loňské vítězství v nejprestižnější světové soutěži World Beer Awards, kde v kategorii černých ležáků získal ocenění World's Best Dark Lager.

#### Základní informace o společnosti k 1.1. 2012

<b>Název:</b>	Rodinný pivovar BERNARD a.s.
<b>Právní forma:</b>	akciová společnost
<b>Sídlo:</b>	5. května 1, 396 01 Humpolec
<b>IČO:</b>	26 03 18 09
<b>Datum vzniku:</b>	27.12. 2000
<b>Základní kapitál (splaceno):</b>	260 000 tis. Kč
<b>Počet zaměstnanců a členů řídicích orgánů:</b>	137

**Rozhodující předmět činnosti:**

- pivovarnictví a sladovnictví,
- hostinská činnost,
- výroba, obchod, služby neuvedené v přílohách 1 až 3 živnostenského zákona.

Vlastnická struktura pivovaru je zobrazena v následující Tab. č. 3.1.

Tab. č. 3.1 : Vlastnická struktura

Akcionáři	Vklad (%)	výše vkladu (tis. Kč)
Ing. Stanislav Bernard	25	65 000
Ing. Josef Vávra	25	65 000
DUVEL MOORTGAT, N.V.	50	130 000

Zdroj: Data z účetní závěrky

**Sortiment Rodinného pivovaru BERNARD a.s.**

Pivovar dbá na tradiční postupy výroby a své produkty vyrábí bez pasterizace z vlastního sladu a kvasnic. Ve svém sortimentu BERNARD nabízí 11 typů lahvových pív (včetně nealkoholických). Novinkou sortimentu je od roku 2009 ochucené ovocné nealkoholické pivo s příchutí švestky a višně. Pivovar dále nabízí 8 druhů sudového piva a možnost zakoupení piva v dárkových obalech (2 litrovém džbánu, 5 litrovém soudku aj.). V roce 2011 celkový výstav piva činil 205 988 hl, což činilo 0,74 % nárůst oproti předchozímu roku. Struktura prodeje z hlediska jednotlivých druhů piva v průběhu let 2007 až 2011 je zobrazena v následující Tab. č. 3.2. Obr. č. 3.1 zobrazuje sortiment lahvových pív.

Tab. č. 3.2: Výstav piva z hlediska jednotlivých druhů piva (hl)

Stupňovitost	2007	2008	2009	2010	2011
Nealkoholické pivo	9 729	16 274	18 135	17 146	15 242
Nealkoholické pivo ovocné	0	0	4 685	8 306	9 474
8°	22	0	0	0	0
10°	70 439	78 828	79 795	73 171	66 625
11°	31 957	40 402	47 765	52 094	56 825
12°	37 849	44 662	46 147	45 502	49 068
12° černá	0	0	6 220	6 637	7 621
13°	5 498	6 582	0	0	0
14°	1 026	1 038	1 630	1 618	1 066
20°	0	0	0	0	67
Celkem	156 520	187 786	204 377	204 474	205 988

Zdroj: Data z účetní závěrky, vlastní zpracování



Obr. č. 3.1 : Lahvové pivo Rodinného pivovaru BERNARD a.s.



Zdroj: <http://www.bernard.cz/>

## 3.2 Strategická analýza

Pomocí strategické analýzy bude nejdříve analyzován vnější potenciál (makroprostředí) a následně vnitřní potenciál podniku (mikroprostředí). Takto získané informace přispějí k plánování tržeb podniku do budoucna.

### 3.2.1 Analýza vnějšího potenciálu

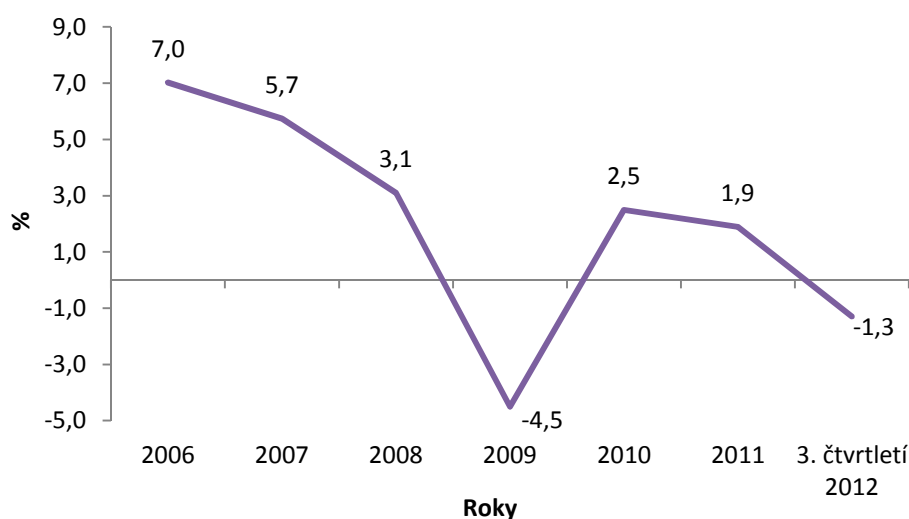
Analýza vnějšího potenciálu představuje zkoumání vývoje důležitých národohospodářských ukazatelů, které působí na podnik, přičemž je společnost nemůže ovlivnit, ale na základě dostupných informací a prognóz na ně může reagovat.

V rámci této kapitoly bude zkoumána makroekonomická situace celé České republiky, konkrétně bude analyzován vývoj hrubého domácího produktu a inflace.

#### *Hrubý domácí produkt*

HDP představuje celkovou peněžní hodnotu finální produkce (zboží a služeb) vyrobené v dané zemi za sledované období, a to výrobními faktory umístěnými v této zemi. Meziroční vývoj HDP v letech 2006 až 2012 je znázorněn v následujícím Grafu 3.1. Pro potřebné meziroční srovnání se vychází ze stálých cen roku 2005.

Graf 3.1: Meziroční vývoj HDP (%)



Zdroj: Český statistický úřad, vlastní zpracování

V roce 2006 dosáhla česká ekonomika svého historického vrcholu, kdy byl meziroční růst HDP ve výši 7 %. Příčinou byly zejména rostoucí výdaje domácností na konečnou spotřebu, tvorba hrubého kapitálu a růst exportu.

V roce 2007 nadále docházelo k vzestupu ekonomiky, nicméně růst se postupně zpomaloval. Vývoj HDP byl zapříčiněn na straně poptávky opět růstem výdajů domácností na konečnou spotřebu, na nabídkové straně ekonomiky docházelo k posilování zpracovatelského průmyslu a odvětví obchodu.

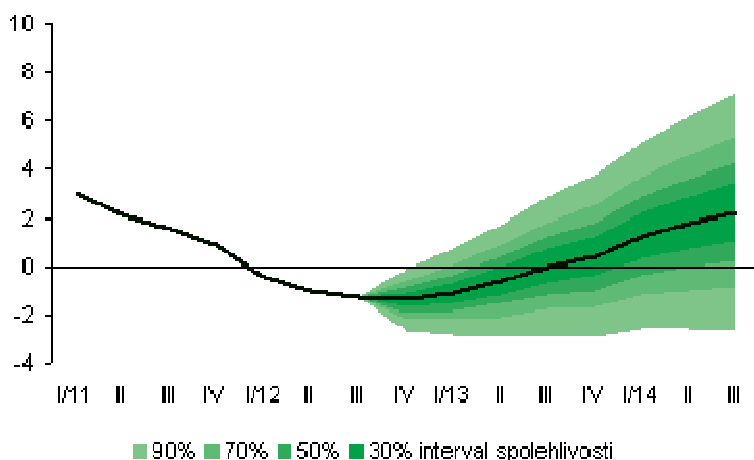
V roce 2008 pokračovalo zpomalování růstu ekonomiky, až nakonec v roce 2009 české hospodářství dosáhlo svého dna a HDP meziročně poklesl o 4,5 %. Důvodem byl pokles zahraniční poptávky, který byl zapříčiněn světovou finanční krizí.

V letech 2010 a 2011 došlo k oživení zahraniční konjunktury a následnému vzestupu české ekonomiky (zejména automobilového, strojírenského, elektrotechnického a zpracovatelského průmyslu), naopak docházelo k postupnému propadu stavebnictví, zemědělství a redukci rozpočtových výdajů vlády. Ve druhé polovině roku 2011 začala ekonomika stagnovat a poklesly výdaje domácností a vlády na konečnou spotřebu.

Propad ekonomiky pokračoval i v roce 2012, kdy došlo k meziročnímu poklesu HDP o 1,3 %. Důvodem bylo prohlubování problémů z druhé poloviny roku 2011. Dále docházelo ke snižování výdajů na konečnou spotřebu a k poklesu odvětví stavebnictví, zemědělství, propadu peněžnictví a pojišťovnictví. K poklesu také nepříznivě přispěl vývoj daní z produktu (tj. zejména DPH a spotřebních daní), jejichž výnos se meziročně snížil o 2 %.

Očekávaný vývoj HDP prognózovaný Českou národní bankou je zaznamenán v níže uvedeném vějířovitém Grafu 3.2.

Graf 3.2 : Meziroční vývoj HDP (%)



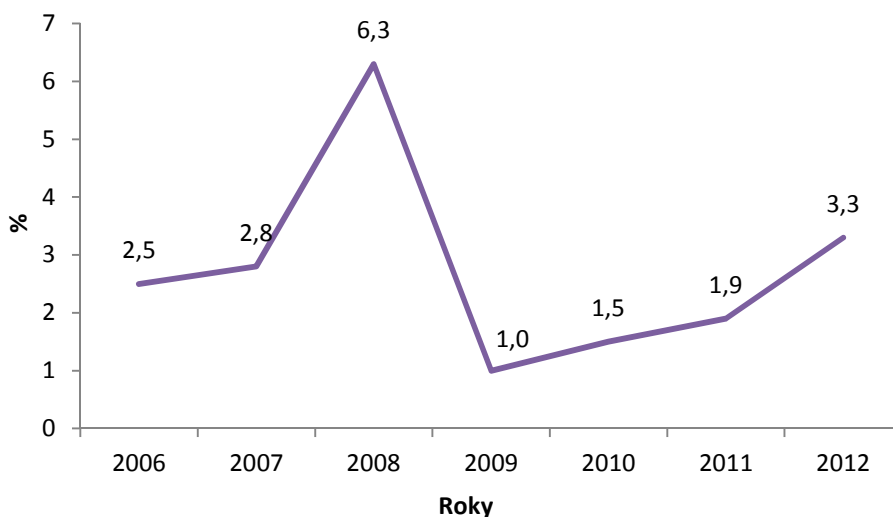
Zdroj: ČNB

Jak uvádí ČNB: „Vějířový graf zachycuje nejistotu budoucího vývoje sezonně očištěného růstu HDP. Nejtmavší pásmo kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30% pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.“ Jako konkrétní hodnoty ČNB předpovídá meziroční vývoj HDP pro rok 2012 ve výši – 1 %, pro rok 2013 ve výši – 0,3 % a v roce 2014 by dle ČNB mělo dojít k oživení ekonomiky a jejímu růstu o 2,1 %.

## **Inflace**

Inflace představuje růst cenové hladiny, který vede k poklesu kupní síly peněz. Meziroční vývoj cenové hladiny je znázorněn v Grafu 3.3.

Graf 3.3 : Meziroční vývoj inflace (%)



Zdroj: Český statistický úřad, vlastní zpracování

V roce 2006 vzrostla cenová hladina oproti roku 2005 o 2,5 %. Nejvyšší vliv na cenový růst měly zejména ceny bydlení, energií, teplé vody a ceny paliv.

Příčinou meziroční inflace v roce 2007 ve výši 2,8 % byl nárůst cen potravin, především pečárenských výrobků a obilovin (cena pšeničné mouky vzrostla o téměř 50 %), dále rostly ceny tabákových výrobků a pohonných hmot.

V roce 2008 došlo k výraznému nárůstu inflace oproti roku předchozímu, přičemž se jednalo o nejvyšší průměrnou roční míru inflace za posledních deset let. Důvodem cenového růstu bylo zvýšení snížené sazby DPH z 5 % na 9 %, dále zvýšení spotřební daně, energií a zavedení regulačních poplatků ve zdravotnictví.

V roce 2009 došlo ke zpomalení tempa růstu inflace, příčinou byl zejména pokles cen potravin, pohonných hmot a pokles cen automobilů (o 9,2 %). Vývoj cen v tomto roce byl ovlivněn příchodem finanční krize a poklesem domácí poptávky.

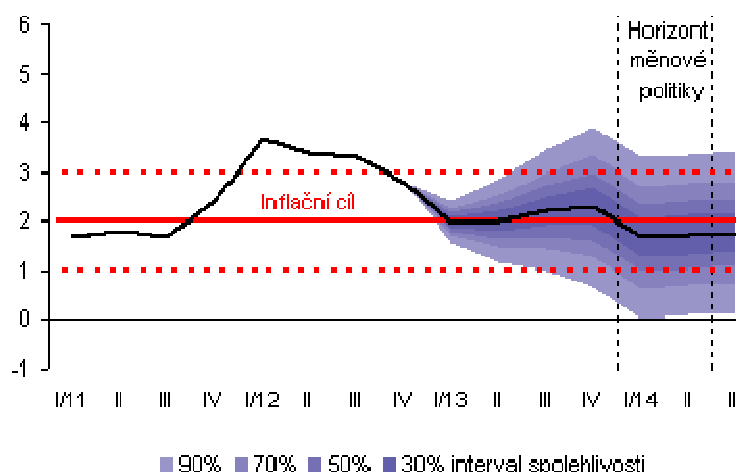
V roce 2010 pokračovalo pomalé tempo narůstání cenové hladiny o 1,5 %. Vývoj byl zapříčiněn pokračujícím oslabením domácí poptávky.

V roce 2011 vzrostla průměrná míra inflace oproti roku 2010 o 0,4 p.b., cenový růst byl zapříčiněn růstem cen zemního plynu a základních potravin (cukr, běžné pečivo, mouka, vejce aj). Současně docházelo k rychlému nárůstu cen pohonných hmot.

V roce 2012 stoupala cenová hladina nejrychleji za poslední čtyři roky, velikost inflace činila 3,3 %, nadále docházelo k růstu cen paliv a pohonných hmot. Cena benzínu dosáhla svého historického maxima, kdy v září činila průměrná cena 38,5 Kč/l, nadále docházelo i k růstu cen motorové nafty.

Prognóza inflace a inflační cíl ČNB je zaznamenán v níže uvedeném Grafu 3.4.

Graf 3.4 : Meziroční vývoj inflace (%)



Zdroj: ČNB

Inflačnímu cíli pro rok 2013 a 2014 ve výši 2 % odpovídá i prognóza inflace pro první čtvrtletí roku 2013, prognóza inflace pro první polovinu roku 2014 je ve výši 1,7 %.

Jak uvádí ČNB: „*Věřitový graf zachycuje nejistotu budoucího vývoje inflace spotřebitelských cen. Nejtmavší pásma kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30% pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.*“

### 3.2.2 Analýza vnitřního potenciálu a konkurence

V rámci této podkapitoly diplomové práce bude vymezeno relevantní odvětví, do kterého společnost spadá a její tržní podíl, následně budou charakterizovány hlavní konkurenti pivovaru BERNARD. V závěru této podkapitoly bude uveden předpokládaný výhled odvětví do budoucna.

### **Vymezení odvětví společnosti**

Hlavním předmětem činnosti oceňované společnosti BERNARD je pivovarnictví, sladovnictví aj. Tento druh výroby je dle klasifikace ekonomických činností (CZ - NACE) zařazen do zpracovatelského průmyslu (Sekce C), oddílu 11 Výroba nápojů, konkrétně oddílu 11.05 Výroba piva a 11.06 Výroba sladu.

Pivo představuje jeden z nejžádanějších alkoholických nápojů v České republice. Průměrná spotřeba piva na jednoho obyvatele ČR byla v roce 2011 142,5 litrů, což představuje 84% podíl ze spotřeby veškerých alkoholických nápojů u jednoho Čecha.

V roce 2011 se výroba potravin, nápojů a tabákových výrobků (oddíl 10,11 a 12) podílela na hrubé přidané hodnotě 2,48 % (meziroční nárůst činil 0,03 p.b.). Na zaměstnanosti se tyto oddíly podílely 2,78 % (meziroční nárůst byl o 0,1 p.b.).

Následující Tab. č. 3.3 zobrazuje vývoj celkového počtu podniků a tržeb ve zpracovatelském průmyslu - Výroba nápojů.

*Tab. č. 3.3 : Základní údaje sekce C, oddíl 11 – Výroba nápojů*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Počet podniků</b>	1 006	986	1 001	1 027	1 143	1 341	1 427
<b>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (tis. Kč)<sup>2</sup></b>	55 502 786	56 820 079	64 370 866	63 375 432	60 839 961	56 751 100	55 881 889

Zdroj: Český statistický úřad, rok 2011 vlastní odhad MPO

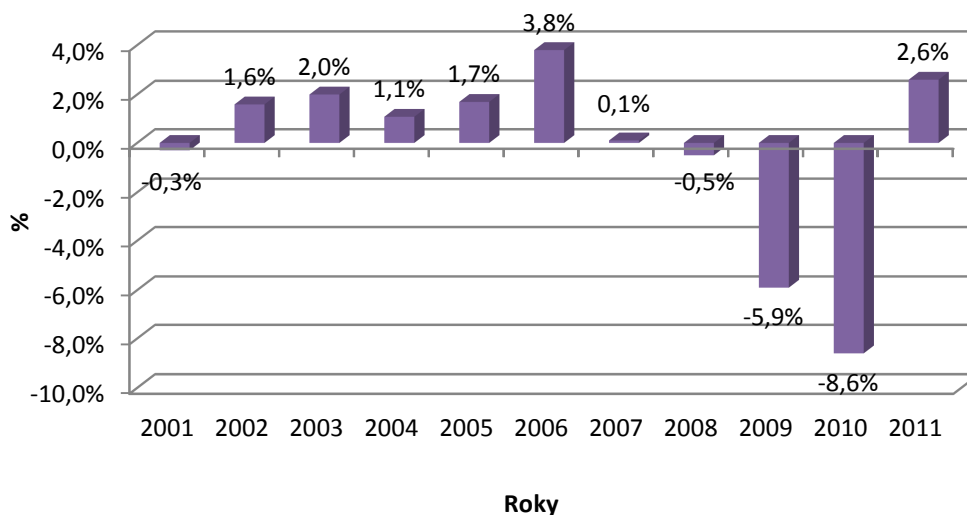
Celkový počet výrobců nápojů v posledních letech zaznamenal rostoucí trend (s výjimkou roku 2006). V těchto letech rovněž rostl počet pivovarů a minipivovarů. Jak uvádí Český svaz pivovarů a sladoven od roku 2000 do roku 2011 vzrostl jejich počet téměř 2,5 násobně, tzn. z 66 na 163. Podle odhadů se v současnosti v ČR vyrábí zhruba 500 značek pív a jejich počet se neustále zvyšuje. Tržby z prodeje nápojů v letech 2005 až 2007 vykazovaly rostoucí trend, od roku 2007 toto odvětví podléhá recesi, přičemž propad v roce 2011 není tak výrazný, jak tomu bylo v letech předcházejících.

Vývoj produkce (výstavu) piva pro tuzemsko je zobrazen v Grafu 3.5.

---

<sup>2</sup> Údaje uvedeny v běžných cenách

Graf 3.5 : Meziroční vývoj produkce piva (%)



Zdroj: Český svaz pivovarů a sladoven, vlastní zpracování

V letech před rokem 2007 vykazovala produkce piva „zlaté časy“, s příchodem finanční krize a následným zvýšením spotřební daně na pivo se situace začala zhoršovat a v roce 2010 meziroční vývoj výstavu piva zaznamenal nejvyšší propad. Po třech letech výrazného poklesu produkce piva se trend zastavil a celkový výstav vzrostl o 2,6 %. Důležité je ovšem upozornit na to, že klesajícímu trendu musely čelit především velké pivovary, naopak výstav malých pivovarů nebyl recesí natolik dotčen, jelikož konzumenti preferují pivo vyráběné tradičními postupy a z těch nejlepších surovin.

### Postavení společnosti na trhu

Díky porovnání celkových tržeb za odvětví CZ NACE 11 – Výroba nápojů a tržeb pivovaru BERNARD lze zjistit, jaké postavení má pivovar v daném odvětví. Vývoj celkových tržeb za odvětví a tržeb pivovaru je zobrazen v Tab. č. 3.4.

Tab. č. 3.4 : Základní údaje sekce C, oddíl 11 – Výroba nápojů

	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb (tis. Kč)	64 370 866	63 375 432	60 839 961	56 751 100	55 881 889
Tržby BERNARD (tis. Kč)	272 754	345 075	378 800	373 904	395 559
Podíl na celkových tržbách (%)	0,42	0,54	0,62	0,66	0,71

Zdroj: Český statistický úřad, rok 2011 vlastní odhad MPO

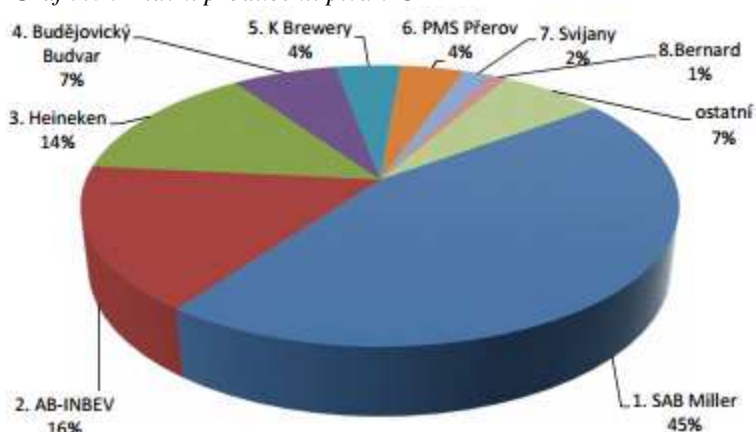
Jak lze z předcházející tabulky vyčíst, pivovar má na celkovém odvětví výroby nápojů podíl v rozmezí 0,42 – 0,71 %, přičemž dochází k postupnému navyšování tržního podílu. Podíl se zdá sice jako nevýznamný, důležité je ovšem uvědomit si, že zkoumáme celé odvětví výroby nápojů. Odvětví 10,05 výroba piva bude analyzováno níže v rámci vymezení konkurence.

## Konkurence

Na českém území v roce 2011 působilo 163 pivovarů a minipivovarů, které nabízely přes 500 značek piv. Mezi největší výrobce piva v České republice se s 45% tržním podílem řadí skupina SAB Miller (Gambrinus, Pilsner Urquell, Kozel, Radegast), dále s 16,6% tržním podílem skupina AB INBEV (Staropramen, Branik, Ostravar), následně s 13,8% tržním podílem Heineken ČR (Krušovice, Starobrn). Mezi menší pivovary lze zařadit pivovar Svijany s 1,9% tržním podílem a následně Rodinný pivovar BERNARD a.s. s 1% podílem na trhu.

V okrese Pelhřimov je nejbližším konkurentem pivovaru BERNARD malý rodinný pivovar Poutník. Hlavní „hráči“ na trhu jsou zobrazeni v Grafu 3.6.

Graf 3.6 : Hlavní producenti piva v ČR



Zdroj: Statistické přehledy Výzkumného ústavu pivovarského a sladařského, a.s.

## Výhled do budoucna

V důsledku pokračující globalizace bude muset potravinářský průmysl, včetně výroby nápojů, čelit stále silnějšímu konkurenčnímu prostředí ze zahraničí. V případě pivovarnictví se ovšem nepředpokládá silná zahraniční hrozba, jelikož tento oddíl průmyslu se vykazuje příklonem poptávky po domácích a především regionálních produktech. Výrobci piva se nadále budou soustředit na rozšíření svého sortimentu a výrobu slazených ovocných piv, které v předcházejících letech zaznamenaly u konzumentů velký úspěch.

Po překonání třech nepříznivých let poklesu výstupu piva se v roce 2011 klesající trend zastavil a optimistické předpovědi předpokládají pokračující rostoucí trend i do budoucna. Pro rok 2012 by podle odhadů měla být Česká republika sedmou nejvýznamnější zemí na světě vyvážející pivo.

### 3.3 Návrh dlouhodobého finančního plánu

Navržení finančního plánu představuje důležitou fázi při oceňování podniku zejména v případě, že hodnota podniku bude stanovena pomocí výnosových metod. V rámci diplomové práce je sestaven pětiletý finanční plán pro období roku 2012 až 2016. Finanční plán bude obsahovat plánovanou rozvahu a plánovaný výkaz zisků a ztrát a bude vytvořen ve třech variantách, které se budou lišit dle prognózovaného vývoje tržeb. Tržby budou mimo jiné naplánovány na základě tempa růstu HDP třech finančních institucí (Komerční banky, Ministerstva financí ČR a Erste group). Varianty jednotlivých plánů budou obsahem Přílohy č. 4, Přílohy č. 5 a Přílohy č. 6.

#### 3.3.1 Plánovaný výkaz zisku a ztrát

Výkaz zisku a ztrát představuje tokový výkaz, který vypovídá o výši a způsobu tvorby jednotlivých položek výsledku hospodaření. V rámci této podkapitoly budou postupně uvedeny dílčí plány jednotlivých složek výkazu zisku a ztrát.

#### *Odhad tržeb za vlastní výrobky a služby pomocí regresního modelu*

Odhad tržeb je základním východiskem pro finanční plánování, a proto bude tomuto kroku věnována zvýšená pozornost. Tržby budou odhadnuty pomocí regresního modelu, který vychází z metody nejmenších čtverců. Vícefaktorová regresní přímka bude stanovena pomocí modulu *Regrese* v programu Microsoft Excel.

Závislost tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb byla zkoumána na základě časových řad HDP, výstavu piva pivovaru BERNARD, průměrné ceny piva 10° a exportu piva za celou ČR.

Celkově bylo vytvořeno čtrnáct modelů (čtyři jednofaktorové, šest dvoufaktorových, tři třífaktorové a jeden čtyřfaktorový), kdy byl zkoumán vývoj tržeb (závislé proměnné) na kombinaci jednotlivých výše uvedených nezávisle proměnných. Všechny modely byly testovány na 5% hladině významnosti, a to jak s úrovnovou konstantou, tak bez ní.

Aby byl model statisticky významný, musí jednotlivé regresní koeficienty i model jako celek splňovat podmínky významnosti (jejich hodnota nesmí převyšovat zmíněnou pěti procentní hladinu významnosti).

Tři jednofaktorové modely, pět dvoufaktorových modelů a dva třífaktorové modely vyšly jako statisticky významné, v případě čtyřfaktorového modelu jednotlivé regresní koeficienty převyšovaly hladinu významnosti, a tak nebyl model hodnocen jako statisticky významný.



Ze dvou třífaktorových modelů byl nakonec zvolen model vyjadřující závislost tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb na HDP, výstavu piva pivovaru BERNARD a exportu piva za celou ČR, neboť hodnota násobného  $R$  byla v případě tohoto modelu vyšší, než v případě druhého třífaktorového modelu. V následující Tab. č. 3.5 jsou uvedeny konkrétní hodnoty výsledného regresního modelu.

Tab. č. 3.5 : Regresní model

Regresní statistika	
Násobné R	0,999193417
Hodnota spolehlivosti R	0,998387485
Nastavená hodnota spolehlivosti R	0,855069624
Chyba stř. hodnoty	13867,03369
Pozorování	10

ANOVA					
	Rozdíl	SS	MS	F	Významnost F
Regrese	3	8,33414E+11	2,778E+11	1444,681613	0,0000000058
Rezidua	7	1346062364	192294623		
Celkem	10	8,3476E+11			

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t Stat	Hodnota P	Dolní 95%	Horní 95%	Dolní 95,0%	Horní 95,0%
Hranice	0	#NENÍ_K_DISP.	#NENÍ_K_DISP.	#NENÍ_K_DISP.	#NENÍ_K_DISP.	#NENÍ_K_DISP.	#NENÍ_K_DISP.	#NENÍ_K_DISP.
X1 - HDP	-128,754699	26,67485707	-4,82681869	0,00190643	-191,8307126	-65,6786847	-191,830713	-65,6786847
X2 - Výstav piva Bernard	0,034359501	0,00309794	11,091081	0,00001077	0,027034037	0,041684964	0,027034037	0,041684964
X4 - Export piva	0,000527576	0,000170378	3,09650893	0,01740730	0,000124697	0,000930455	0,000124697	0,000930455

Zdroj: Vlastní výpočty

Důležité údaje uvedené v Tab. č. 3.5 jsou především hodnota  $R$  ve výši 0,998 a hodnota  $R^2$  ve výši 0,999, což znamená, že vývoj tržeb lze z 99 % vysvětlit kombinací HDP, výstavu piva a exportu piva. Aby byl model statisticky významný, musí být *Hodnota P* a *Významnost F* nižší než 0,05, což je v případě modelu splněno.

Na základě rovnice (2.0) je určena konkrétní podoba regresní přímky zvoleného třífaktorového modelu:

$$T_t = \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 \cdot HDP_t + \hat{\beta}_2 \cdot VST_t + \hat{\beta}_3 \cdot EX_t + \hat{u}_t, \quad (3.0)$$

kde  $T_t$  jsou plánované tržby za prodej vlastních výrobků a služeb,  $HDP_t$  je prognózovaný vývoj hrubého domácího produktu,  $VST_t$  je plánovaný výstav pivovaru BERNARD a  $EX_t$  je plánovaný export piva za celou ČR.

Pro kompletní sestavení vícefaktorové regresní přímky jsou zapotřebí hodnoty koeficientů uvedených v Tab. č. 3.5. Po dosazení hodnot bude mít odhadnutý regresní model následující podobu:

$$T_t = 0 - 128,75 \cdot HDP_t + 0,03436 \cdot VST_t + 0,000528 \cdot EX_t, \quad (3.1)$$

jak lze v rovnici (3.1) vidět, úroňová konstanta  $\hat{\beta}_0$  je nulová.  $\hat{\beta}_1$  vyjadřuje průměrnou změnu tržeb, jestliže dojde ke změně HDP o jednu jednotku, za předpokladu, že ostatní proměnné

zůstanou neměnné (dále jen *ceteris paribus*).  $\hat{\beta}_2$  vyjadřuje průměrnou změnu tržeb, jestliže dojde ke zvýšení výstavu piva o jednu jednotku, *ceteris paribus* a  $\hat{\beta}_3$  vyjadřuje průměrnou změnu tržeb, jestliže dojde ke zvýšení exportu piva o jednu jednotku, *ceteris paribus*.

K výpočtu velikosti tržeb v jednotlivých plánovaných letech 2012 až 2016 je nyní ještě zapotřebí stanovit plánované hodnoty jednotlivých nezávisle proměnných.

Velikost **HDP** je uvedena ve třech scénářích dle prognóz Komerční banky, Ministerstva financí ČR a Erste Group, díky čemuž bude možné finanční plán vytvořit ve třech variantách. Tab. č. 3.6 znázorňuje tempo růstu HDP v % a hodnotu HDP v mld. Kč v jednotlivých letech 2012 až 2016.

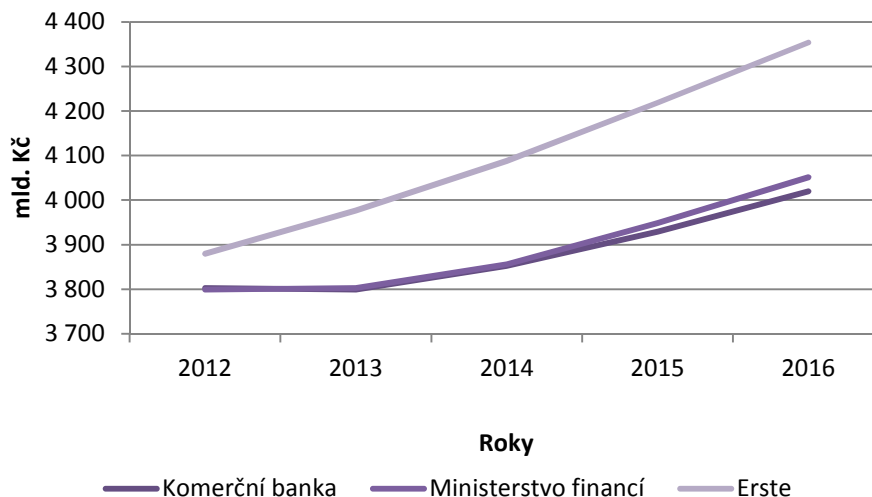
Tab. č. 3.6 : Prognóza vývoje HDP dle vybraných institucí

		2012	2013	2014	2015	2016
Komerční banka	tempo růstu HDP (%)	-1,00	-0,10	1,40	2,00	2,30
	HDP (mld. Kč)	3 803	3 799	3 852	3 929	4 020
Ministerstvo financí	tempo růstu HDP (%)	-1,10	0,10	1,40	2,40	2,60
	HDP (mld. Kč)	3 799	3 803	3 856	3 949	4 051
Erste	tempo růstu HDP (%)	1,00	2,50	2,8	3,20	3,20
	HDP (mld. Kč)	3880	3977	4088	4219	4354

Zdroj: KB, MF, Erste, vlastní zpracování

Vývoj HDP dle jednotlivých scénářů je dále zobrazen v Grafu 3.7.

Graf 3.7 : Vývoj HDP (mld. Kč)



Zdroj: KB, MF, Erste, vlastní zpracování

Z výše uvedeného Grafu 3.7 je zřejmé, že se prognóza HDP dle jednotlivých institucí liší, za optimistickou verzi lze považovat scénář Erste group, naopak za pesimistickou verzi scénář vývoje Komerční banky a za základní verzi lze považovat prognózu Ministerstva financí ČR.

Prognóza *výstavu piva pivovaru BERNARD* vychází z historického vývoje této veličiny. Bylo vypočítáno tempo růstu výstavu piva a následně byl vypočten vážený průměr meziročních změn (nejvyšší váha byla přiřazena roku 2011 a nejnižší váha roku 2002). Vážený průměr tempa růstu činí 6,63 % a výstav piva bude tedy každoročně růst o uvedenou hodnotu. Tab. č. 3.7 uvádí historický a odhadovaný výstav piva pivovaru BERNARD.

Tab. č. 3.7 : Výstav piva pivovaru BERNARD

	2002	2003	2004	2005	2006
Výstav piva (litry)	10 876 600	12 303 100	12 783 200	13 828 500	14 002 100
Tempo růstu (%)	-	13	4	8	1
	2007	2008	2009	2010	2011
Výstav piva (litry)	15 652 000	18 778 600	20 437 700	20 447 400	20 598 800
Tempo růstu (%)	12	20	9	0	1
Vážené tempo růstu (%)	6,63				
	2012	2013	2014	2015	2016
Plán výstavu piva (litry)	21 963 504	23 418 622	24 970 143	26 624 456	28 388 369

Zdroj: Data z účetní závěrky, vlastní výpočty

Prognóza *exportu piva* vychází stejně jako prognóza výstavu piva z historického vývoje této veličiny. Bylo vypočítáno tempo růstu exportu piva a následně byl vypočten vážený průměr meziročních změn (nejvyšší váha byla přiřazena roku 2011 a nejnižší váha roku 2002). Velikost váženého průměru je 0,95 %, a proto export piva bude meziročně růst o tuto hodnotu. Tab. č. 3.8 uvádí historický a odhadovaný export piva za celou ČR.

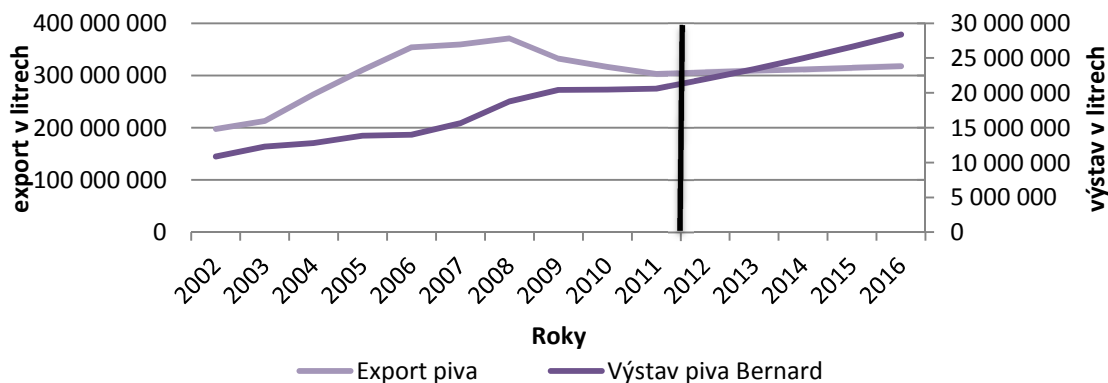
Tab. č. 3.8 : Export piva za celou ČR

	2002	2003	2004	2005	2006
Export piva (litry)	197 536 300	212 984 800	263 822 700	309 991 673	353 700 498
Tempo růstu (%)	-	8	24	18	14
	2007	2008	2009	2010	2011
Export piva (litry)	359 359 706	370 859 217	332 289 858	316 339 945	303 053 667
Tempo růstu (%)	2	3	-10	-5	-4
Vážené tempo růstu (%)	0,95				
	2012	2013	2014	2015	2016
Plán exportu piva (litry)	305 926 556	308 826 680	311 754 296	314 709 665	317 693 050

Zdroj: Český svaz pivovarů a sladoven, vlastní výpočty

Vývoj výstavu pivovaru BERNARD a exportu piva v rámci ČR je zobrazen v Grafu 3.8, kde lze pozorovat předpokládaný růst obou veličin.

Graf 3.8 : Plánovaný výstav a export piva (litry)



Zdroj: Vlastní zpracování

Nyní je možné přistoupit k samotnému výpočtu tržeb jako závislé proměnné. Dosazením hodnot HDP, výstavu piva a exportu piva do rovnice (3.1) je stanovena hodnota tržeb za prodej VV a S ve třech variantách, které jsou uvedeny v Tab. č. 3.9.

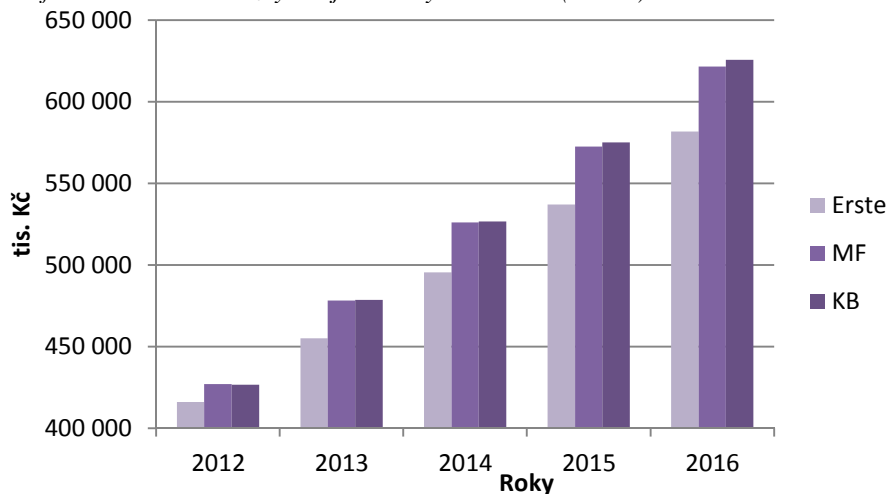
Tab. č. 3.9 : Prognóza tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Tržby - scénář KB</b>	426 565	478 583	526 591	575 074	625 622
<b>Tržby - MF</b>	427 059	478 099	526 100	572 588	621 553
<b>Tržby – Erste</b>	416 673	455 714	496 234	537 793	582 595

Zdroj: Vlastní výpočty

Růst plánovaných tržeb v letech 2012 až 2016 je dále uveden v Grafu 3.9. Jelikož lze díky záporné hodnotě koeficientu  $\beta_1$  považovat pivovar za anticyklickou firmu, s růstem HDP by měly tržby klesat, nebude ale docházet k poklesu tržeb, protože je tato položka ovlivněna i dalšími vstupními parametry, tj. výstavem a exportem. Dle scénáře Erste, který předpovídal nejvyšší hodnoty tempa růstu HDP, jsou tak ale hodnoty tržeb nejnížší.

Graf 3.9 : Plánované tržby dle jednotlivých scénářů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

### **Plán obchodní marže**

Obchodní marže se stanoví jako rozdíl tržeb za prodej zboží a nákladů vynaložených na prodané zboží.

**Tržby za prodej zboží** byly do budoucna plánovány pomocí váženého průměru meziročního vývoje této položky v letech 2007 až 2011. Na základě analýzy minulosti se předpokládá, že se pivovar BERNARD bude soustředit především na prodej svých vlastních výrobků, a proto bude prodej zboží klesat. Tempo poklesu pro plánované období činí 16 %.

V roce 2007 se pivovar potýkal s finančními problémy svého největšího odběratele zboží, a tak **náklady vynaložené na prodané zboží** neúměrně rostly (v tomto roce převýšily výnosy z prodeje zboží). V dalších letech se situace zlepšila, a proto z důvodu objektivit plánování, budou náklady vynaložené na prodané zboží stanoveny váženým průměrným podílem této položky na tržbách za prodej zboží v minulých letech s vyloučením roku 2007. Tento podíl činí zhruba 44,83 %.

V následující Tab. č. 3.10 jsou zobrazeny hodnoty jednotlivých položek obchodní marže pro plánované období.

Tab. č. 3.10 : Plán obchodní marže dle scénáře MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Tržby za prodej zboží</b>	2 466	2 077	1 749	1 473	1 240
<b>Náklady vynaložené na prodané zboží</b>	1 105	931	784	660	556
<b>Obchodní marže</b>	<b>1 360</b>	<b>1 146</b>	<b>965</b>	<b>813</b>	<b>684</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

### **Plán přidané hodnoty**

Přidaná hodnota se stanoví jako suma obchodní marže a výkonů snížených o výkonovou spotřebu. Plán přidané hodnoty dle scénáře MF ČR je uveden v Tab. č. 3.12. Vývoj přidané hodnoty pro jednotlivé scénáře je zobrazen v Grafu 3.10.

**Výkony** jsou tvořeny tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb a změnou stavu vnitropodnikových zásob, přičemž *tržby za prodej vlastních výrobků a služeb* byly stanoveny na začátku této kapitoly a *změna stavu vnitropodnikových zásob* byla stanovena váženým průměrným podílem na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb, který bude ve všech plánovaných letech činit 0,41 %.

**Výkonová spotřeba** zahrnuje spotřebu materiálu a energie a služby, obě tyto položky byly stanoveny pomocí váženého průměrného podílu na tržbách z prodeje vlastních výrobků

a služeb. Jak lze v Tab. č. 3.11 vidět, spotřeba materiálu a energie činí 31,1% a služby 25,58% vážený průměrný podíl na tržbách.

Tab. č. 3.11 : Tvorba plánu výkonové spotřeby dle scénáře MF ČR

	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby za prodej VV a S (tis. Kč)	272 754	345 075	378 800	373 904	395 559
Spotřeba materiálu a energie (tis. Kč)	88 131	119 027	122 003	109 263	120 507
Podíl spotřeby na tržbách (%)	32,3	34,5	32,2	29,2	30,5
Vážený průměr (%)	<b>31,1</b>				
Služby (tis. Kč)	87 216	94 234	91 691	84 996	81 926
Podíl služeb na tržbách (%)	32	27	24	23	21
Vážený průměr (%)	<b>23,58</b>				
	2012	2013	2014	2015	2016
Plán tržeb za prodej VV a S (tis. Kč)	427 059	478 099	526 100	572 588	621 553
Plán spotřeby materiálu a energie (tis. Kč)	132 996	148 891	163 840	178 317	193 566
Plán služeb (tis. Kč)	100 699	112 734	124 053	135 014	146 560

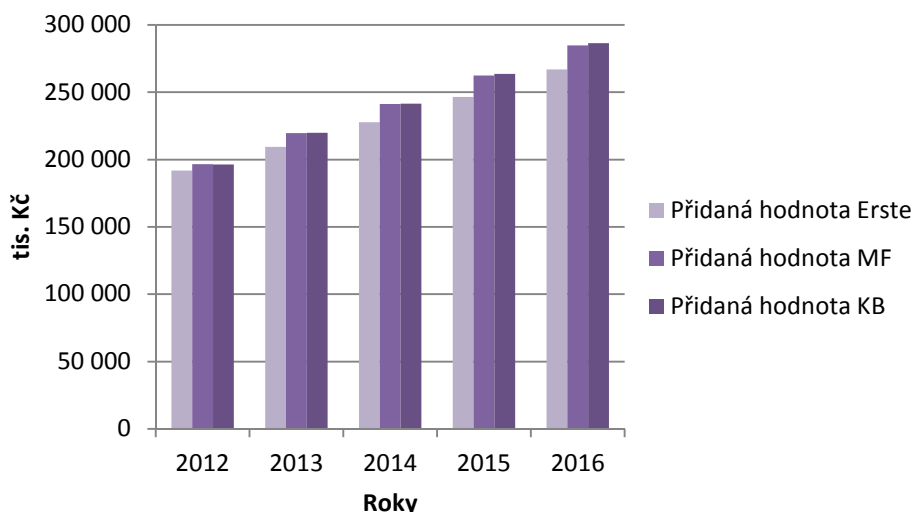
Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. č. 3.12 : Plán přidané hodnoty dle scénáře MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Obchodní marže	1 360	1 146	965	813	684
Výkony	428 791	480 038	528 234	574 910	624 073
Výkonová spotřeba	233 695	261 625	287 893	313 331	340 126
Přidaná hodnota	<b>196 456</b>	<b>219 558</b>	<b>241 306</b>	<b>262 391</b>	<b>284 632</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

Graf 3.10 : Plán přidané hodnoty dle jednotlivých scénářů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

V Grafu 3.10 lze vidět, že přidaná hodnota bude dle všech scénářů v plánovaných letech růst a to zejména v důsledku růstu celkových výkonů.

### Plán osobních nákladů

Osobní náklady jsou tvořeny mzdovými náklady, odměnami pro členy orgánů společnosti, náklady na sociální zabezpečení, zdravotní pojištění a sociálními náklady.

Jak lze v Tab. č. 3.13 vidět, osobní náklady v minulosti průměrně tvořily 17,59% vážený podíl na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb, tento podíl zůstane neměnný i do budoucna.

Tab. č. 3.13 : Tvorba plánu osobních nákladů dle scénáře MF ČR

	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby za prodej VV a S (tis. Kč)	272 754	345 075	378 800	373 904	395 559
Osobní náklady (tis. Kč)	47 709	59 107	64 678	67 247	72 319
Podíl (%)	17,49	17,13	17,07	17,99	18,28
Průměrný podíl (%)	17,59				
	2012	2013	2014	2015	2016
Plán tržeb za prodej VV a S (tis. Kč)	427 059	478 099	526 100	572 588	621 553
Plán osobních nákladů	75 130	84 110	92 554	100 733	109 347

Zdroj: Vlastní výpočty

V Tab. č. 3.14 je uveden vývoj jednotlivých složek osobních nákladů dle scénáře MF ČR. Mzdové náklady v minulosti tvořily 68% podíl z osobních nákladů. Odměny členům orgánů společnosti se podílely 6 % na celkových osobních nákladech, náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění 23 % (což činí 34 % ze mzdových nákladů) a sociální náklady se podílely 3 %. Uvedené podíly se předpokládají jako neměnné i do budoucna.

Tab. č. 3.14 : Plán osobních nákladů dle scénáře MF ČR ( tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Mzdové náklady	51 280	57 409	63 173	68 755	74 634
Odměny členům orgánů společnosti a družstva	4 291	4 803	5 286	5 753	6 245
Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	17 438	19 522	21 482	23 380	25 379
Sociální náklady	2 122	2 376	2 614	2 845	3 089

Zdroj: Vlastní výpočty

### Odpisový plán

Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku jsou stanoveny váženým průměrným podílem odpisů na odepisovaném majetku v minulých letech, tento podíl činí 21,66 %. Uvedeným podílem je následně vynásobena hodnota plánovaného odepisovaného dlouhodobého majetku v rozvaze. Tvorba odpisového plánu je znázorněna v Tab. č. 3.15.

Tab. č. 3.15 : Plán odpisů dle scénáře MF ČR

	2007	2008	2009	2010	2011
Odepisovaný DM (tis. Kč)	243 606	262 158	258 254	240 933	216 402
Odpisy DM (tis. Kč)	42 784	48 330	50 607	51 910	54 321
Podíl odpisů na DM (%)	17,56	18,44	19,60	21,55	25,10
Vážený průměr (%)	21,66				
	2012	2013	2014	2015	2016
Odepisovaný DM (tis. Kč)	203 023	189 823	177 077	202 190	197 117
Odpisy (tis. Kč)	43 976	41 117	38 356	43 796	42 697

Zdroj: Vlastní výpočty

### ***Plán ostatních nákladových a výnosových položek provozního výsledku hospodaření***

Mezi ostatní výnosové položky provozního výsledku hospodaření jsou zařazeny tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu a ostatní provozní výnosy. Mezi ostatní nákladové položky provozního výsledku hospodaření jsou zařazeny celkem čtyři položky, kterými jsou daně a poplatky, zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu, změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období a ostatní provozní náklady.

Souhrn tržeb z prodeje dlouhodobého majetku a tržeb z prodeje materiálu představuje položku **tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu**, která je stanovena váženým podílem na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb v hodnotě 0,52 %. V minulosti tržby z prodeje dlouhodobého majetku tvořily 82 % z celku a tržby z prodeje materiálu 18 %, tento poměr bude zachován i do budoucna.

**Ostatní provozní výnosy** byly naplánovány dle průměrného podílu na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb, kdy tento podíl je plánován v hodnotě 2,69 % z tržeb.

**Daně a poplatky** ve výkazu zisku a ztrát představují souhrn veškerých daňových nákladů a poplatků (mimo daň z příjmu). Tato položka byla stanovena průměrným podílem na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb, který činí 0,72 %.

Součet položek zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a zůstatková cena prodaného materiálu tvoří položku **zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku a materiálu**. Jednotlivé položky byly naplánovány v konstantní výši na základě průměrné hodnoty minulých let, tj. v hodnotě 221 a 91 tis. Kč (přičemž v případě zůstatkové ceny prodaného dlouhodobého majetku byl při průměrování vyloučen rok 2008, kdy byla položka nadměrně vysoká a zkreslovala by plán).



**Změna stavu rezerv a opravných položek v provozní oblasti a komplexních nákladů příštích období** byla stanovena na základě váženého průměru minulých let a pro příští léta se očekává jako konstantní ve výši 3 483 tis. Kč.

**Ostatní provozní náklady** jsou naplánovány stejným způsobem jako ostatní provozní výnosy, tedy dle průměrného podílu na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb, kdy tento podíl činí 3 % z tržeb.

Vývoj výše uvedených položek je zobrazen v Tab. č. 3.16.

Tab. č. 3.16: Plán ostatních položek provozního výsledku hospodaření dle MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Tržby z prodeje dl. majetku a materiálu	2 213	2 477	2 726	2 967	3 221
Ostatní provozní výnosy	11 502	12 877	14 170	15 422	16 740
Daně a poplatky	3 075	3 443	3 789	4 123	4 476
ZC prodaného dl. majetku a materiálu	312	312	312	312	312
Změna stavu rezerv a OP v provozní činnosti	3 483	3 483	3 483	3 483	3 483
Ostatní provozní náklady	13 703	15 340	16 880	18 372	19 943

Zdroj: Vlastní výpočty

### **Plán ostatních nákladových a výnosových položek finančního výsledku hospodaření**

Mezi ostatní výnosové položky finančního výsledku hospodaření jsou zařazeny výnosy z dlouhodobého finančního majetku, výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů, výnosové úroky a ostatní finanční výnosy. Ostatní nákladové položky finančního výsledku hospodaření zahrnují nákladové úroky a ostatní finanční náklady.

Položka **výnosy z dlouhodobého finančního majetku** byla v roce 2011 nulová, a proto je předpokládán nulový zůstatek i do budoucna.

**Výnosy z přecenění CP a derivátů** byly vykazovány pouze v roce 2011 v hodnotě 229 tis. Kč, jedná se tedy o mimořádně se v časové řadě vyskytující položku, a tedy pro další léta bude předpokládán nulový stav.

Položka **výnosové úroky** zaznamenala v roce 2011 výrazný růst. Důvodem bylo pořízení depozitních směnek v hodnotě 100 000 tis. Kč s dobou splatnosti v roce 2013. Proto v roce 2012 a 2013 budou narůstat výnosové úroky ve výši 448 tis. Kč (stejně jak tomu bylo v roce 2011), v roce 2014 budou depozitní směnky vyplaceny, polovinu z nich ve výši 50 000 tis. Kč si společnost připíše na bankovní účet a na druhou polovinu peněz opět uzavře smlouvu o vystavení depozitních směnek. Od roku 2014 budou výnosové úroky narůstat o 300 tis. Kč.

**Ostatní finanční výnosy** jsou do budoucna plánovány na základě váženého průměru minulých let. Položka bude tedy pro plánované období konstantní ve výši 2 364 tis. Kč.

**Nákladové úroky** jsou plánovány stejně jako v roce 2011 v nulové výši, jelikož společnost nebude disponovat žádnými bankovními úvěry.

**Ostatní finanční náklady** jsou do budoucna obdobně jako ostatní finanční výnosy plánovány na základě váženého průměru minulých let. Položka bude tedy pro plánované období konstantní ve výši 5 075 tis. Kč.

Vývoj výše uvedených položek finančního výsledku hospodaření je zobrazen v Tab. č. 3.17.

Tab. č. 3.17: Plán ostatních položek finančního výsledku hospodaření dle MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Výnosy z dlouhodobého finančního majetku</b>	0	0	0	0	0
<b>Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů</b>	0	0	0	0	0
<b>Výnosové úroky</b>	2 213	2 477	2 726	2 967	3 221
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	2 364	2 364	2 364	2 364	2 364
<b>Nákladové úroky</b>	0	0	0	0	0
<b>Ostatní finanční náklady</b>	5 075	5 075	5 075	5 075	5 075

Zdroj: Vlastní výpočty

### **Plán výsledku hospodaření za účetní období**

Aby mohl být stanoven výsledek hospodaření za účetní období, je nutné stanovit provozní výsledek hospodaření, finanční výsledek hospodaření a mimořádný výsledek hospodaření.

**Provozní výsledek hospodaření** představuje sumu přidané hodnoty a provozních výnosů, od kterých se odečtou provozní náklady. V plánovaném období se v případě scénáře MF ČR předpokládá růst této položky v rozmezí 70 491 tis. Kč až 124 334 tis. Kč.

**Finanční výsledek hospodaření** je tvořen rozdílem mezi finančními výnosy a finančními náklady. V důsledku vysokých ostatních finančních nákladů bude finanční výsledek hospodaření v letech 2012 až 2015 záporný, v roce 2016 se předpokládá kladná výše této položky.

**Daň z příjmu za běžnou činnost** je tvořena dvěma položkami: daní splatnou a daní odloženou. Sazba daně splatné je stanovena dle zákona o dani z příjmu ve výši 19 % z výsledku hospodaření před zdaněním, výše této sazby se předpokládá pro plánované období neměnná. Daň odložená je plánována na základě váženého podílu ze splatné daně ve výši 0,73 %.

Souhrnný efekt za provozní a finanční činnost (snížený o daň za běžnou činnost) představuje **výsledek hospodaření za běžnou činnost**.

**Mimořádný výsledek hospodaření** vzniká v důsledku nepravidelných a neočekávaných činností podniku, v případě pivovaru nebyla tato položka v minulosti vykazována, a proto není ani zahrnuta do finančního plánu.

Z důvodu absence mimořádného výsledku hospodaření se **výsledek hospodaření za účetní období** (neboli čistý zisk) rovná výsledku hospodaření za běžnou činnost. Hodnoty jednotlivých položek jsou uvedeny v následující Tab. č. 3.18.

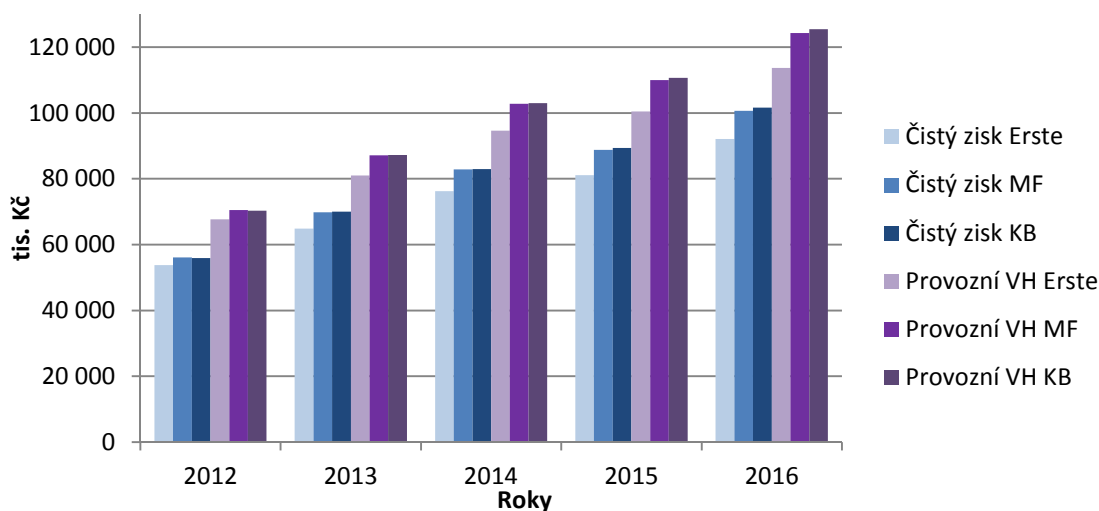
Vývoj provozního výsledku hospodaření a čistého zisku dle jednotlivých scénářů je zobrazen v Grafu 3.11.

Tab. č. 3.18: Plán výsledku hospodaření za účetní období dle MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Provozní výsledek hospodaření	70 491	87 107	102 827	109 960	124 334
Finanční výsledek hospodaření	-1 151	-703	-403	-103	197
Výsledek hospodaření před zdaněním	69 339	86 404	102 423	109 856	124 531
Daň z příjmu za běžnou činnost	13 270	16 536	19 602	21 024	23 833
Výsledek hospodaření za účetní období	56 069	69 868	82 822	88 832	100 698

Zdroj: Vlastní výpočty

Graf 3.11: Plán čistého zisku a provozního VH dle jednotlivých scénářů (tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

### 3.3.2 Plánovaná rozvaha – aktiva

Rozvaha představuje stavový výkaz, který vychází z bilančního principu a zachycuje majetek (aktiva) na jedné straně a způsob financování toho majetku (pasiva) na straně druhé. V rámci této podkapitoly bude navržen plán dlouhodobého majetku, následně oběžného majetku a nakonec časového rozlišení, na konci kapitoly bude uvedeno souhrnné zhodnocení.

## **Plán dlouhodobého majetku**

Plán dlouhodobého majetku se skládá z plánu dlouhodobého nehmotného majetku, dlouhodobého hmotného majetku a dlouhodobého finančního majetku.

**Dlouhodobý nehmotný majetek** zahrnuje tři položky: software, ocenitelná práva a nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek.

Investice společnosti do *softwaru* měly v letech 2007 až 2010 klesající trend. V roce 2011 započala plánována investice pivovaru do samoobslužných strojů a automatizace výroby, která vedla k postupné instalaci nového softwaru v hodnotě 55 tis. Kč. Investice bude pokračovat až do roku 2013, v letech 2012 a 2013 se plánuje proinvestovat 150 tis. Kč, a to postupně v částkách 75 tis. Kč. Investice je kumulativně zahrnuta do položky nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek. V plánovaných letech hodnota softwaru klesá z důvodu odepisování, kromě roku 2014, kdy byla dokončena a vzata do užívání již zmíněná investice.

*Ocenitelná práva* představují know – how, průmyslová práva, licence aj., v minulosti měla tato položka nestabilní vývoj a pohybovala se v rozmezí 13 až 674 tis. Kč, vysoký nárůst byl zaznamenán především v letech 2010 a 2011. Společnost v důsledku investic do této položky v minulých letech neuvažuje o dalších investicích, a proto bude položka vlivem odpisů každoročně klesat.

*Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek* bude v letech 2012 a 2013 růst o 75 tis. Kč z důvodu investice, která byla popsána výše, viz. software. V roce 2014 dojde k zařazení investice do užívání, a proto bude položka nulová.

Vývoj DNM je pro všechny scénáře stejný a výše položek je uvedena v Tab. č. 3.19.

Tab. č. 3.19: Plán dlouhodobého nehmotného majetku (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Investice do dl. nehmotného majetku	75	75	0	0	0
Nedokončený dl. nehmotný majetek	130	205	0	0	0
Software	437	291	496	331	220
Ocenitelná práva	562	450	338	226	114
Dlouhodobý nehmotný majetek celkem	1 129	946	834	557	334

Zdroj: Vlastní výpočty

**Dlouhodobý hmotný majetek** zahrnuje pozemky, stavby, samostatné movité věci a soubory věcí, nedokončený dlouhodobý hmotný majetek, poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek a oceňovací rozdíly k nabytému majetku. Při tvorbě plánu dlouhodobého majetku bylo přihlášeno ke každoročním investicím pivovaru BERNARD do obnovy

stávajícího zařízení a jeho modernizace, k investicím do nových sudů, plastových přepravek na pivo aj.

V letech 2007 až 2009 byla výše *pozemků* na konstantní úrovni, v roce 2010 BERNARD investoval částku 1 127 tis. Kč do nákupu přílehlých pozemků pivovaru, v dalších letech se proto neplánují další investice do pozemků. Jelikož se pozemky neodepisují, zůstane tato položka v plánovaném období konstantní ve výši 5 143 tis. Kč.

Položka *stavby* bude každoročně vlivem odpisů klesat, přičemž pokles byl stanoven na základě váženého vývoje v minulosti, tj. pokles o 1,28 % ročně.

Do *položky samostatné movité věci a soubory movitých věcí* se především řadí stroje, výrobní zařízení, dopravní prostředky. Společnost se v posledních letech snažila obnovovat a modernizovat své výrobní zařízení, a od roku 2010 má rozpracované rozsáhlé investice (které jsou součástí položky nedokončený dlouhodobý hmotný majetek). V roce 2010 byla zahájena investice do pasteru a CIP stanice, kdy bylo proinvestováno 492 tis. Kč a následně v roce 2011 3 012 tis. Kč. Pro další tři roky je naplánováno v investicích pokračovat a celkově profinancovat z vlastních zdrojů (nerozděleného zisku minulých let) 29 000 tis. Kč (postupně 7000, 7000 a 15 000 tis. Kč). V roce 2015 bude investice zařazena do užívání. Položka samostatné movité věci bude tedy v čase klesat v důsledku odepisování, pouze v roce 2015 dojde k navýšení této položky díky zařazení investice do užívání. Díky rostoucímu zisku jsou v dalších letech 2015 a 2016 naplánovány další obnovovací a rozvojové investice (např. do výčepního a chladicího zařízení, transformátoru aj.) v celkové hodnotě 12 600 tis. Kč (postupně 8 000 a 4 600 tis. Kč).

Hodnota *nedokončeného dlouhodobého majetku* se bude vyvíjet v důsledku výše naplánovaných investic, tzn., že bude od roku 2012 postupně kumulativně narůstat o 7000, 7000 a 15 000 tis. Kč, v roce 2015 dojde k zařazení investice ve výši 34 942 tis. Kč do užívání, současně v témže roce započne nová investice ve výši 8 000 a následně 4 600 tis. Kč.

*Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek* byly v roce 2011 nulové, stejná hodnota je naplánována i pro další léta.

*Oceňovací rozdíly k nabytému majetku* v minulosti každoročně klesaly o hodnotu 8 860 tis. Kč, tento trend se předpokládá i do budoucna. V roce 2015 bude hodnota nulová.

Vývoj dlouhodobého hmotného majetku je pro všechny scénáře stejný a výše položek je uvedena v následující Tab. č. 3.20.

Tab. č. 3.20: Plán dlouhodobého hmotného majetku (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Investice do dl. hmotného majetku</b>	7000	7000	15000	8000	4600
<b>Nedokončený dl. hmotný majetek</b>	12 942	19 942	34 942	8 000	12 600
<b>Samostatné movité věci a soubory movitých věcí</b>	119 953	116 581	113 302	148 244	144 076
<b>Pozemky</b>	5 143	5 143	5 143	5 143	5 143
<b>Stavby</b>	55 490	54 781	54 081	53 389	52 707
<b>Poskytnuté zálohy na dl. majetek</b>	0	0	0	0	0
<b>Oceňovací rozdíly k nabytému majetku</b>	26 580	17 720	8 860	0	0
<b>Dlouhodobý hmotný majetek celkem</b>	<b>220 109</b>	<b>214 166</b>	<b>216 328</b>	<b>214 777</b>	<b>214 526</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

**Dlouhodobý finanční majetek** se skládá z podílů v ovládaných a řízených osobách, ostatních dlouhodobých cenných papírů a vkladů a půjček a úvěrů k ovládané a řídicí osobě.

Podíly v ovládaných a řízených osobách v uplynulých letech stále rostly, vážený průměr jejich růstu byl 24,5 %, proto se předpokládá tento vývoj i do budoucna.

Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady byly v letech 2007 až 2011 v konstantní výši 5 tis. Kč, tato částka bude zachována i do budoucna.

Půjčky a úvěry k ovládané a řídicí osobě byly vykazovány pouze v roce 2007, proto je tato položka plánována jako nulová.

Vývoj dlouhodobého finančního majetku je pro všechny scénáře stejný a výše položek je uvedena v následující Tab. č. 3.21.

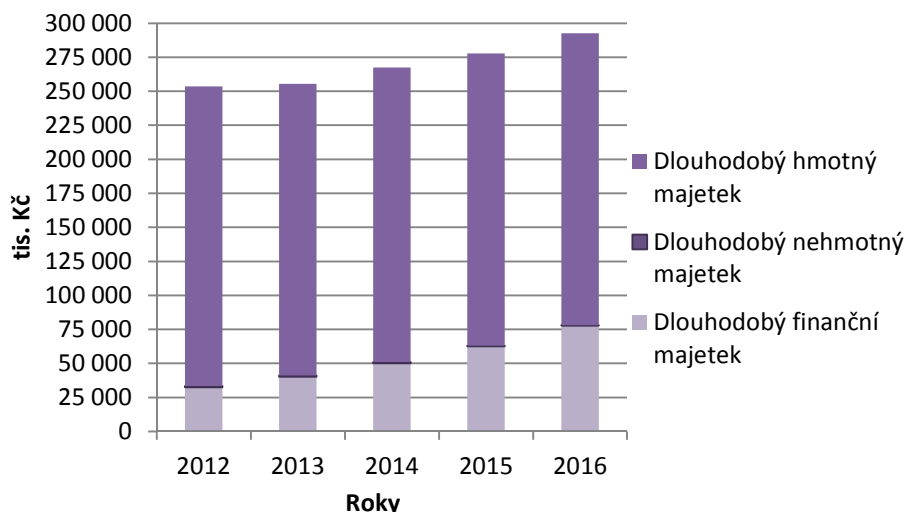
Tab. č. 3.21: Plán dlouhodobého finančního majetku (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Podíly v ovládaných a řízených osobách</b>	32 366	40 297	50 172	62 467	77 774
<b>Ostatní dl. cenné papíry a vklady</b>	5	5	5	5	5
<b>Půjčky a úvěry – ovládající a řídicí osoba</b>	0	0	0	0	0
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>32 371</b>	<b>40 302</b>	<b>50 177</b>	<b>62 472</b>	<b>77 779</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

Podíl jednotlivých složek dlouhodobého majetku je zaznamenán v následujícím Grafu 3.12, přičemž hodnoty se pro jednotlivé scénáře neliší. Nejvyšší podíl zaujímá dlouhodobý hmotný majetek (v rozmezí 73 až 86 %), následně dlouhodobý finanční majetek, který v plánovaných letech zaznamenává nejvyšší růst (v rozmezí 13 až 26 %), dlouhodobý nehmotný majetek zaujímá na celkových stálých aktivech pouze nepatrný podíl v rozmezí do 1 %.

Graf 3.12 : Vývoj jednotlivých složek dlouhodobého majetku (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán oběžných aktiv

Plán oběžných aktiv se skládá z dílčího plánu zásob, dlouhodobých a krátkodobých pohledávek a krátkodobého finančního majetku.

**Zásoby** jsou tvořeny materiálem, nedokončenou výrobou a polotovary, výrobky a zbožím. *Materiál, nedokončená výroba a polotovary* a *výrobky* jsou plánovány dle váženého podílu na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb, *zboží* dle váženého podílu na tržbách za prodej zboží. Materiál tvoří 7,71% vážený podíl na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb, nedokončená výroba a polotovary 2,21% podíl a výrobky 0,74% podíl. Zboží tvoří 11% vážený podíl na tržbách z prodeje zboží.

Vývoj jednotlivých položek zásob je dle scénáře MF ČR uveden v Tab. č. 3.22.

Tab. č. 3.22 : Plán zásob dle scénáře MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Materiál</b>	32 921	36 856	40 556	44 140	47 914
<b>Nedokončená výroba a polotovary</b>	9 429	10 556	11 616	12 642	13 724
<b>Výrobky</b>	3 153	3 530	3 885	4 228	4 590
<b>Zboží</b>	267	225	189	159	134
<b>Zásoby</b>	<b>45 770</b>	<b>51 167</b>	<b>56 246</b>	<b>61 169</b>	<b>66 362</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

**Dlouhodobé pohledávky** obsahují pouze položku *pohledávky z obchodních vztahů*, které byly v roce 2011 nulové a v plánovaných letech zůstane tedy hodnota taktéž nulová.

**Krátkodobé pohledávky** představují významnou položku oběžného majetku pivovaru BERNARD a skládají se z pohledávek z obchodních vztahů, pohledávek za ovládanou nebo

ovládající osobu, daňových pohledávky za stát, krátkodobě poskytnutých záloh, dohadných účtů aktivních a jiných pohledávek.

*Pohledávky z obchodních vztahů* jsou plánovány dle váženého průměrného podílu na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb, přičemž tento podíl činí 14,06 %.

*Pohledávky za ovládanou nebo ovládající osobu* jsou v posledních čtyřech letech v konstantní výši 4 850 tis. Kč a s touto velikostí se tedy počítá i do budoucna.

*Daňové pohledávky za stát a krátkodobě poskytnuté zálohy* jsou obdobně jako pohledávky z obchodních vztahů plánovány dle váženého průměrného podílu na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb, podíl daňových pohledávek je 2,61 % a krátkodobě poskytnutých záloh 0,15 %.

*Dohadné účty aktivní* byly v prvních dvou analyzovaných letech nulové a následně měly náhodný charakter, proto budou plánovány v konstantní průměrné výši za poslední 3 roky, která činí 252 tis. Kč.

*Jiné pohledávky* budou taktéž plánovány v konstantní výši na základě své průměrné hodnoty v minulosti ve velikosti 5 954 tis. Kč.

Vývoj jednotlivých položek krátkodobých pohledávek je dle scénáře MF ČR uveden v Tab. č. 3.23.

Tab. č. 3.23 : Plán krátkodobých pohledávek dle scénáře MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Pohledávky z obchodních vztahů</b>	60 055	67 232	73 983	80 520	87 405
<b>Pohledávky za ovládanou nebo ovládající osobu</b>	4 850	4 850	4 850	4 850	4 850
<b>Stát – daňové pohledávky</b>	11 132	12 462	13 714	14 925	16 202
<b>Krátkodobě poskytnuté zálohy</b>	642	718	790	860	934
<b>Dohadné účty aktivní</b>	252	252	252	252	252
<b>Jiné pohledávky</b>	5 954	5 954	5 954	5 954	5 954
<b>Krátkodobé pohledávky celkem</b>	<b>82 884</b>	<b>91 469</b>	<b>99 543</b>	<b>107 361</b>	<b>115 597</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

Položka **krátkodobý finanční majetek** je tvořena penězi, bankovními účty a pořizovaným krátkodobým finančním majetkem.

*Peníze a bankovní účty* jsou plánovány dle váženého průměrného podílu na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb, peníze tvoří průměrně 0,23% podíl na tržbách a bankovní účty 12,55% podíl. Bankovní účet bude v roce 2014 navýšen o 50 000 tis. Kč z důvodu, který je uveden níže (viz. Pořizovaný krátkodobý finanční majetek).



Pořizovaný krátkodobý finanční majetek je vykazován pouze v roce 2011, jedná se o depozitní směnky, jejichž doba splatnosti bude v roce 2013. V roce 2012 a 2013 zůstane tedy hodnota na konstantní úrovni ve výši 100 000 tis. Kč, pro rok 2014, 2015 a 2016 je naplánovaný pořizovaný krátkodobý finanční majetek v poloviční velikosti, tzn. 50 000 tis. Kč, zbývajících 50 000 tis. Kč bude připsáno společnosti na bankovní účet.

Vývoj krátkodobého finančního majetku za scénář MF ČR v letech 2012 až 2016 je uveden v Tab. č. 3.24.

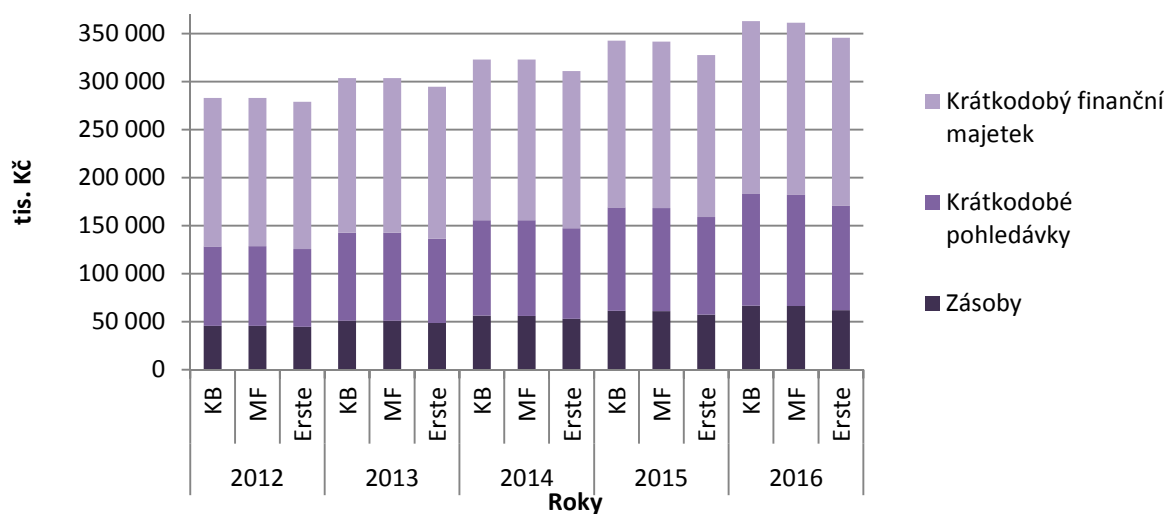
Tab. č. 3.24 : Plán krátkodobého finančního majetku dle scénáře MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Peníze	983	1 101	1 211	1 318	1 431
Účty v bankách	53 583	59 987	116 010	121 843	127 987
Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	100 000	100 000	50 000	50 000	50 000
<b>Krátkodobý finanční majetek celkem</b>	<b>154 567</b>	<b>161 088</b>	<b>167 221</b>	<b>173 161</b>	<b>179 418</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

Podíl složek oběžného majetku dle jednotlivých scénářů je uveden v Grafu 3.13. Nejvyšší podíl zaujímá krátkodobý finanční majetek (tvoří zhruba 50 až 55 % celkových oběžných aktiv), následně krátkodobé pohledávky (s podílem zhruba 29 až 32 % na celkových oběžných aktivech), zásoby na oběžném majetku zaujímají nejnižší podíl (ve výši zhruba 16 až 18 % z oběžného majetku), podíl dlouhodobých pohledávek je v plánovaných letech nulový.

Graf 3.13. : Plán jednotlivých složek oběžného majetku (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

## Plán časového rozlišení

Plán časového rozlišení aktiv obsahuje dílčí plány nákladů příštích období a příjmů příštích období. Hodnota časového rozlišení aktiv byla v čase rozkolísaná, a proto je tento trend předpokládán i do budoucna. Náklady příštích období budou tvořit 99,59% podíl na celkovém časovém rozlišení a příjmy příštích období 0,41% podíl.

## Souhrnné zhodnocení

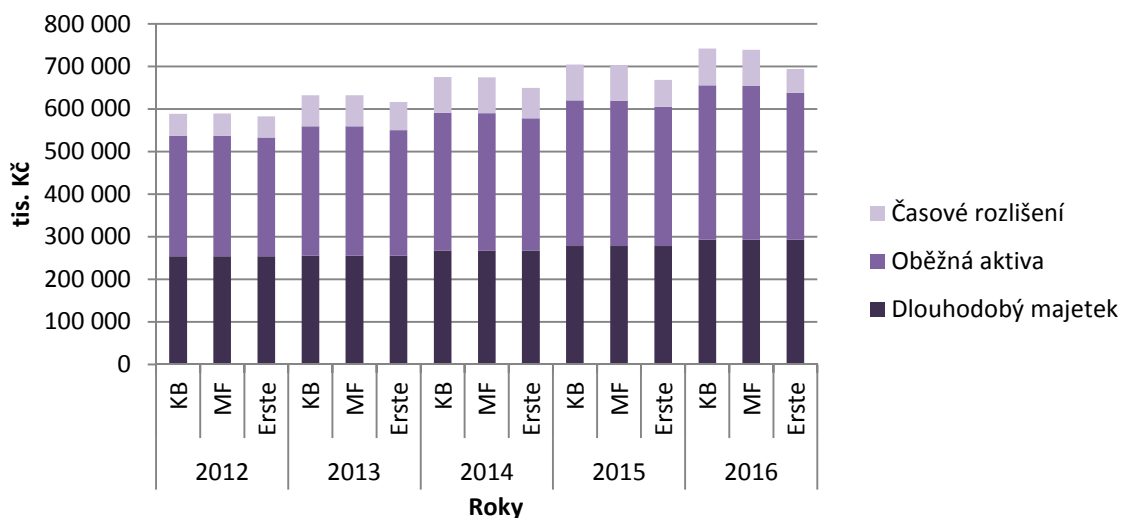
Podíl hlavních položek na celkových aktivech u scénáře MF ČR zobrazuje Tab. č. 3.25 a vývoj celkových aktiv je znázorněn v Grafu 3.14.

Tab. č. 3.25: Plán položek aktiv dle MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Dlouhodobý majetek</b>	253 609	255 415	267 339	277 805	292 639
<b>Oběžná aktiva</b>	283 222	303 724	323 010	341 692	361 376
<b>Časové rozlišení</b>	52 357	72 913	84 139	83 393	84 897
<b>Aktiva celkem</b>	<b>589 187</b>	<b>632 052</b>	<b>674 488</b>	<b>702 890</b>	<b>738 912</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

Graf 3.14 : Plán celkových aktiv dle jednotlivých scénářů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

V Grafu 3.14 lze pozorovat, že v plánovaných letech budou celková aktiva růst, scénář MF ČR a KB je velmi podobný, dle scénáře Erste bude hodnota celkového majetku nižší.

Podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech je v plánovaných letech pro všechny scénáře stejný (cca 40 – 44 %), protože plán investic byl sestaven jednotně bez ohledu na vývoj scénářů. Oběžná aktiva tvoří cca polovinu celkového majetku a časové rozlišení se na celkovém majetku podílí zhruba ve výši 8 %.

### 3.3.3 Plánovaná rozvaha – pasiva

V rámci této podkapitoly bude uveden plán vlastních zdrojů, cizích zdrojů, časového rozlišení pasiv a na konci kapitoly bude provedeno souhrnné zhodnocení

#### *Plán vlastního kapitálu*

V rámci plánu vlastního kapitálu byly naplánovány položky základní kapitál, kapitálové fondy, rezervní fond, výsledek hospodaření minulých let a výsledek hospodaření běžného účetního období.

**Základní kapitál** je pro plánované období v konstantní výši minulých let, tj. 260 000 tis. Kč.

**Kapitálové fondy** obsahují jedinou položku, a to *oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků*, která bude plánována na základě váženého průměrného podílu této položky na dlouhodobém majetku a závazcích, přičemž podíl činí 7,26 %.

**Zákonný rezervní fond** společnost tvoří z čistého zisku minulého účetního období, a to v minimální předepsané výši dle obchodního zákoníku §217, tzn. 5 %. O tuto hodnotu se tedy bude zákonný rezervní fond navyšovat. Jiné fondy společnost netvoří.

Položka **výsledek hospodaření minulých let** je tvořena nerozděleným ziskem minulých let a neuhrazenou ztrátou minulých let. *Nerozdělený zisk minulých období* byl stanoven tak, že se sečetl zisk minulého účetního období a hodnota nerozděleného zisku minulých let, od kterých byla následně odečtena výše investic, dividend a každoročního přídeľu do zákonného rezervního fondu. Společnost během let 2007 až 2011 vyhazovala *neuhrazenou ztrátu minulých let*, která byla v posledních třech letech ve výši – 23 563 tis Kč, a proto se předpokládá, že tato položka zůstane konstantní po celé plánované období.

Výše **výsledku hospodaření běžného účetního období** byla převzata z plánu VZZ.

Plánovaný vývoj jednotlivých položek vlastního kapitálu dle scénáře MF ČR je uveden v Tab. č. 3.26.

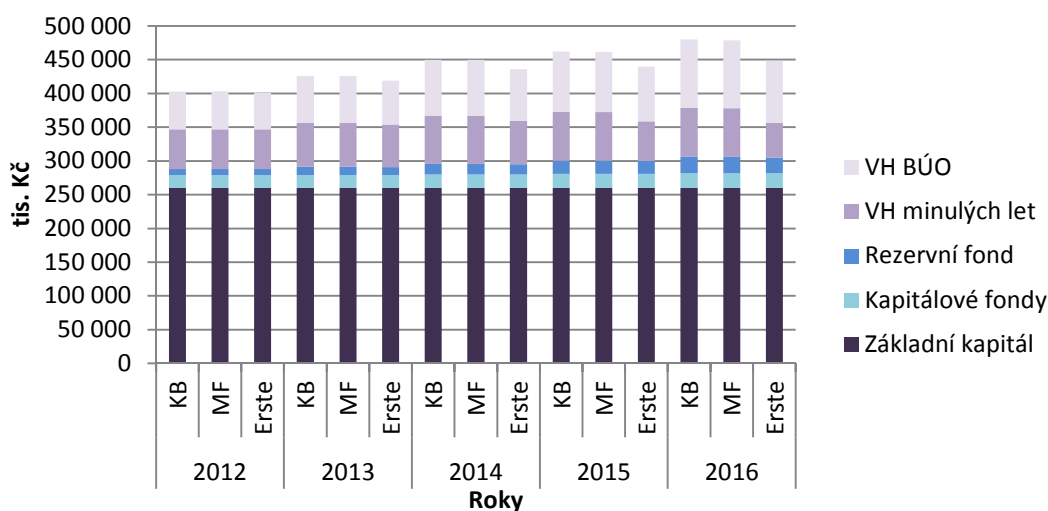
Tab. č. 3.26: Plán položek vlastního kapitálu dle MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Základní kapitál</b>	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
<b>Kapitálové fondy</b>	18 951	19 146	20 073	20 891	22 029
<b>Rezervní fond</b>	9 190	11 994	15 487	19 628	24 070
<b>VH minulých let</b>	58 841	65 032	71 406	72 087	71 877
<b>VH BÚO</b>	56 069	69 868	82 822	88 832	100 698
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>403 052</b>	<b>426 039</b>	<b>449 787</b>	<b>461 438</b>	<b>478 674</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

Podíl dílčích složek vlastního kapitálu dle jednotlivých scénářů je uveden v Grafu 3.15. Nejvyšší podíl představuje základní kapitál (tvoří zhruba 54 až 55 % celkových vlastních zdrojů), podíl výsledku hospodaření minulých let a výsledku hospodaření běžného účetního období je téměř totožný, nejmenší podíl na vlastním kapitálu představují kapitálové fondy a rezervní fond.

Graf 3.15. : Plán jednotlivých složek vlastního kapitálu (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán cizích zdrojů

Plán cizích zdrojů obsahuje dílčí plán rezerv, dlouhodobých závazků, krátkodobých závazků a bankovních úvěrů a výpomocí.

**Rezervy** obsahují položky rezerva na daň z příjmu a ostatní rezervy. *Rezerva na daň z příjmu* je plánována na základě váženého průměrného podílu této položky na celkových daních a poplatcích (tzn. daň z příjmu a daně a poplatky), přičemž každý rok dojde k čerpání této rezervy. *Ostatní rezervy* jsou plánovány na základě váženého průměrného podílu na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb. Tento podíl činí 0,45 %.

**Dlouhodobé závazky** jsou tvořeny dvěma položkami, dlouhodobě přijatými zálohami a odloženým daňovým závazkem, jelikož *dlouhodobě přijaté zálohy* byly vykazovány pouze v roce 2007 a v dalších letech nikoliv, bude tato položka v plánovaných letech nulová. *Odložený daňový závazek* je do budoucna stanoven podle váženého podílu na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb, který činí 1,73 %.

**Krátkodobé závazky** jsou plánovány dle váženého podílu na tržbách z prodeje vlastních výrobků a služeb, přičemž závazky z *obchodních vztahů* tvoří 29,38% podíl na tržbách, závazky k *zaměstnancům* 2,84% podíl na tržbách, závazky ze *sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění* 1,67% podíl na tržbách, *stát – daňové závazky a dotace*

9,68% podíl na tržbách, *krátkodobě přijaté zálohy* 47,85% podíl na tržbách, *dohadné účty pasivní* 5,27% podíl na tržbách a *jiné závazky* 3,31% podíl na tržbách.

**Bankovní úvěry a výpomoci** jsou tvořeny krátkodobými a dlouhodobými bankovními půjčkami. V letech 2010 a 2011 pivovar nedisponoval žádnými bankovními úvěry (a to jak krátkodobými, tak dlouhodobými), proto bude tato položka v plánovaných letech nulová.

Následující Tab. č. 3.27 zobrazuje plán cizích zdrojů dle scénáře MF ČR.

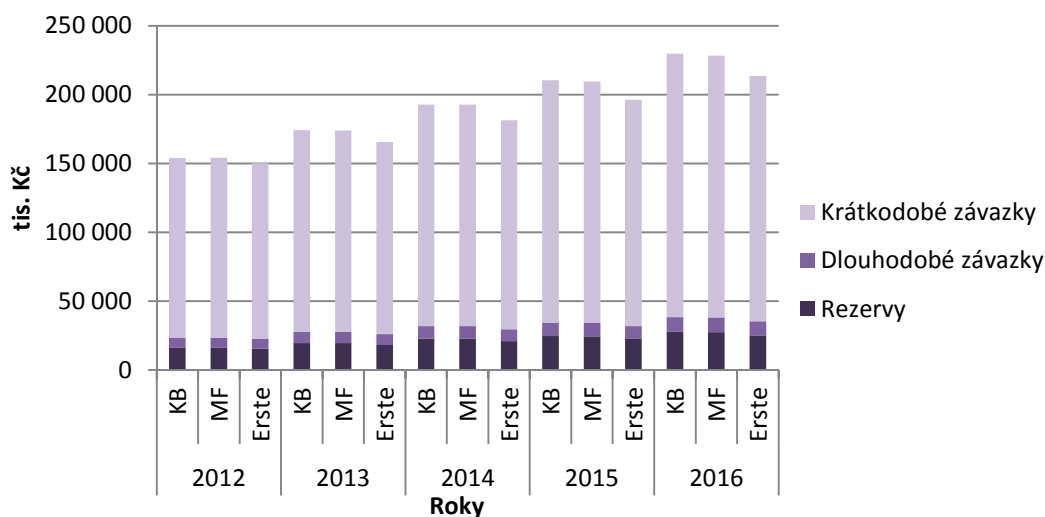
Tab. č. 3.27: Plán položek cizích zdrojů dle MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Rezervy</b>	16 167	19 564	22 754	24 494	27 470
<b>Dlouhodobé závazky</b>	7 380	8 262	9 091	9 895	10 741
<b>Krátkodobé závazky</b>	130 513	146 111	160 781	174 988	189 952
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	0	0	0	0	0
<b>Cizí zdroje</b>	<b>154 060</b>	<b>173 937</b>	<b>192 626</b>	<b>209 377</b>	<b>228 163</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

Podíl dílčích složek cizího kapitálu dle jednotlivých scénářů je uveden v Grafu 3.16. Nejvyšší podíl z cizích zdrojů tvoří krátkodobé závazky (v rozmezí 83 až 85 %), následně rezervy (jejichž podíl je v rozmezí 10 až 12 %), dále dlouhodobé závazky (jejichž podíl je stabilní ve výši 5 %), bankovní úvěry a výpomoci jsou v plánovaných letech nulové, a proto není tato položka uvedena v grafu.

Graf 3.16. : Plán jednotlivých složek cizích zdrojů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

### Plán časového rozlišení

Časové rozlišení pasiv bylo plánováno na základě průměrné výše minulých let, a proto bude do budoucna v konstantní výši, přičemž výdaje příštích období se na časovém rozlišení podílejí z 0,85 % a výnosy příštích období z 99,15 %.

### Souhrnné zhodnocení

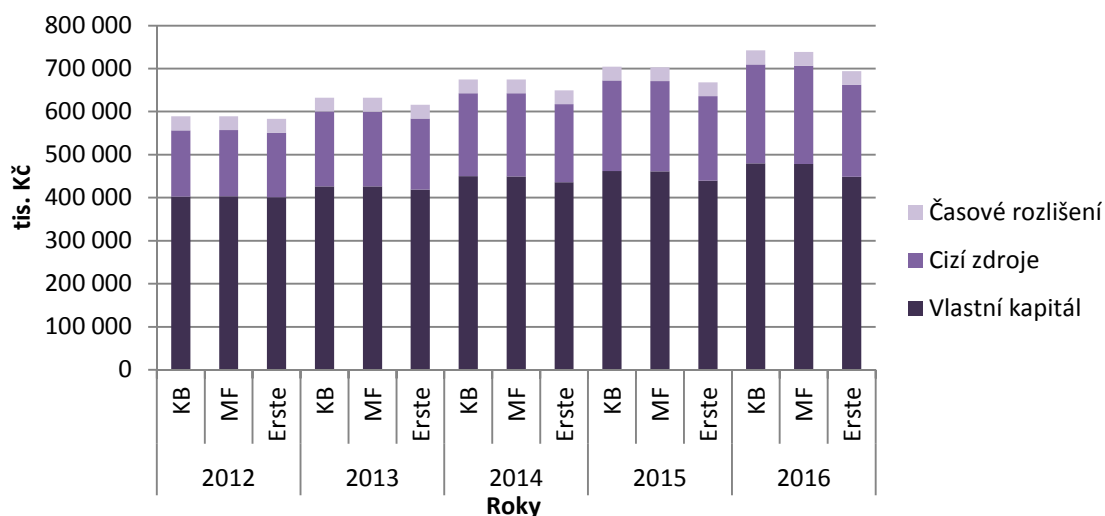
Plán hlavních položek pasiv je dle scénáře MF ČR uveden v Tab. 3.28, vývoj celkových pasiv je znázorněn v následujícím Grafu 3.17.

Tab. č. 3.28: Plán položek pasiv dle MF ČR (tis. Kč)

	2012	2013	2014	2015	2016
Vlastní kapitál	403 052	426 039	449 787	461 438	478 674
Cizí zdroje	154 060	173 937	192 626	209 377	228 163
Časové rozlišení	32 076	32 076	32 076	32 076	32 076
<b>Pasiva celkem</b>	<b>589 187</b>	<b>632 052</b>	<b>674 488</b>	<b>702 890</b>	<b>738 912</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

Graf 3.17. : Plán celkových pasiv dle jednotlivých scénářů (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní zpracování

Dle předchozího grafu lze vidět, že v plánovaném období bude docházet k růstu celkových pasiv, přičemž vývoj je dle scénáře MF ČR a KB velice podobný. Dle scénáře Erste bude hodnota celkových pasiv nejnižší.

Podíl vlastních zdrojů na celkových pasivech je v plánovaných letech zhruba v rozmezí 65 – 68 %. Cizí zdroje tvoří cca 26 – 30 % celkových zdrojů a časové rozlišení se na pasivech podílí zhruba ve výši 4 - 6 %.

### 3.3.4 Kvalitativní zhodnocení finančního plánu pomocí finanční analýzy

V této kapitole diplomové práce budou vypočteny poměrové ukazatele, a to jak za skutečný vývoj v minulosti, tak za předpokládaný vývoj dle finančního plánu. Při hodnocení finanční výkonnosti pivovaru BERNARD bude pomocí poměrové analýzy hodnocena finanční stabilita (zadluženost), rentabilita, likvidita a aktivita.

#### *Ukazatele finanční stability*

Díky ukazatelům finanční stability (zadluženosti) je možné porovnávat vztah mezi majetkem podniku a zdrojem jeho financování. Důležité je uvědomit si, že zadluženost nepředstavuje pouze negativní jev, neboť díky úspoře na daních (tzv. daňovému štítu) jsou cizí zdroje levnější než vlastní. Vývoj vypočítaných ukazatelů zadluženosti je zobrazen v Tab. č. 3.29.

Tab. č. 3.29 : Ukazatele zadluženosti (%)

Ukazatele zadluženosti – podíl VK na aktivech											
	Vzorec	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KB							68,42	67,39	66,67	65,59	64,72
MF	(2.5)	58,66	58,82	61,94	67,21	69,38	68,41	67,41	66,69	65,65	64,78
Erste							68,75	67,95	67,14	65,83	64,63
Ukazatele zadluženosti – celková zadluženost											
	Vzorec	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KB							26,13	27,54	28,57	29,85	30,96
MF	(2.4)	36,03	34,91	31,09	25,92	24,23	26,15	27,52	28,56	29,79	30,88
Erste							25,75	26,85	27,92	29,36	30,75

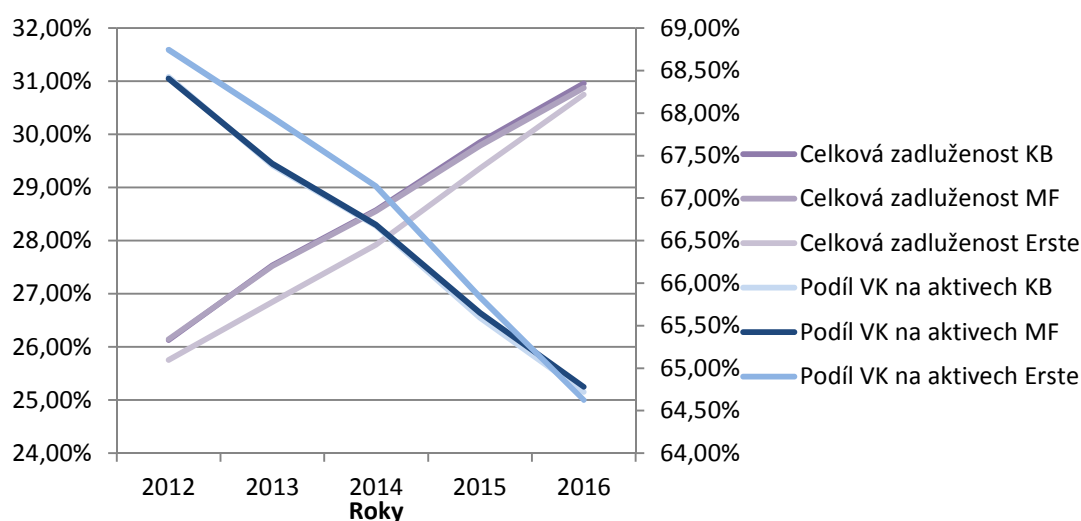
Zdroj: Data z účetní závěrky, finančního plánu a vlastní výpočty

Ukazatel *podíl vlastního kapitálu na aktivech* poměřuje, v jaké výši je podnik schopen financovat veškerý svůj majetek z vlastních zdrojů a jak je tedy finančně nezávislý na cizích zdrojích. Trend tohoto ukazatele by měl být v čase rostoucí, nicméně hodnoty by neměly být příliš vysoké, aby nedocházelo ke snižování výnosnosti vložených finančních zdrojů. V letech 2007 až 2011 (skutečný vývoj) docházelo k narůstání ukazatele vlivem navyšování vlastního kapitálu společnosti, v letech 2012 až 2016 (plánované období) bude, i přes pokračující nárůst vlastního kapitálu, ukazatel nepatrně klesat. Příčinou bude růst majetku společnosti. Vlivem investic bude narůstat dlouhodobý majetek (zejména samostatné movité věci a položka nedokončený dlouhodobý majetek), taktéž bude docházet k růstu zásob (zejména materiálu) a pohledávek z obchodních vztahů.

**Celková zadluženost** představuje podíl cizího kapitálu na aktivech. Pomocí tohoto ukazatele se zjišťuje zapojení věřitelů na financování majetku společnosti. Trend ukazatele je v případě rodinného pivovaru BERNARD v letech 2007 až 2011 klesající, od roku 2012 bude hodna nepatrně narůstat, současně lze ale říci, že hodnoty jsou nízké a podniku tak nehrozí nebezpečí insolvence. Nárůst ukazatele je v plánovaných letech způsoben růstem cizích zdrojů (které v minulosti klesaly), zejména pak závazků z obchodních vztahů.

Vývoj uvedených ukazatelů pro plánované období je zobrazen v Grafu 3.18.

Graf 3.18. : Vývoj celkové zadluženosti a podílu VK na aktivech (%)



Zdroj: Data z účetní závěrky, finančního plánu, vlastní výpočty

V uvedených grafech lze pozorovat, že vývoj celkové zadluženosti i VK na aktivech je dle scénáře Komerční banky a Ministerstva financí prakticky totožný a to díky jejich velice podobné předpovědi vývoje HDP.

### Ukazatele rentability

Ukazatele rentability vypovídají o schopnosti podniku vytvářet nové zdroje a tedy o tom, jak je podnikatelská činnost efektivní, proto by měl být trend rostoucí. Vývoj vypočítaných ukazatelů rentability je zobrazen v Tab. č. 3.30

Tab. č. 3.30 : Ukazatele rentability ( %)

Ukazatele rentability – ROA											
	Vzorec	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KB							11,75	13,69	15,20	15,69	16,93
MF	(2.6)	-0,60	3,25	9,71	11,76	10,93	11,77	13,67	15,19	15,63	16,85
Erste							11,41	13,03	14,52	15,02	16,41



Ukazatele rentability – ROE											
	Vzorec	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KB							13,89	16,42	18,43	19,34	21,16
MF	(2.7)	-2,87	2,11	11,14	13,18	12,17	13,91	16,40	18,41	19,25	21,04
Erste							13,42	15,50	17,48	18,45	20,53

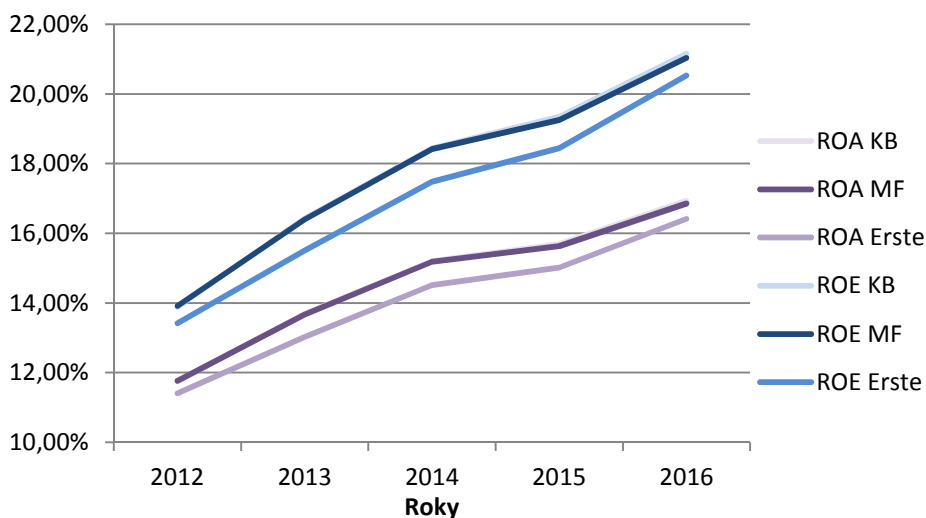
Zdroj: Data z účetní závěrky, finančního plánu, vlastní výpočty

Ukazatel **ROA** vyjadřuje zhodnocení celkového kapitálu podniku, protože poměruje zisk a celková aktiva. V roce 2007 je hodnota ukazatele záporná, neboť společnost vykazovala ztrátu, v dalších letech se podniku dařilo zhodnocovat vložený kapitál a ziskovost podniku tak rostla až do roku 2010. V roce 2011 došlo k mírnému poklesu výnosnosti. V plánovaném období bude ukazatel ROA nadále růst, přičemž jeho vývoj kopíruje trend vývoje hospodářského výsledku před úroky a daněmi (EBITU). V analyzovaných letech rovněž docházelo k růstu celkových aktiv.

Ukazatel **ROE** představuje zhodnocení vlastního kapitálu, protože poměruje zisk a vlastní zdroje. Z tohoto důvodu by měla být hodnota ukazatele ROE vyšší než ukazatele ROA, což se od roku 2009 společnosti daří splňovat. Trend vývoje je velmi podobný vývoji ukazatele ROA, v letech 2008 až 2010 docházelo k růstu hodnoty v důsledku rostoucího čistého zisku (EAT), v roce 2011 taktéž nepatrně vzrostl čistý zisk, současně ale ve sledovaném období docházelo k narůstání vlastního kapitálu, přičemž nárůst VK byl v roce 2011 vyšší než nárůst EATu, a proto došlo k poklesu hodnoty ukazatele ROE. V plánovaných letech ukazatel rostl, důvodem byl opět nárůst čistého zisku.

Vývoj uvedených ukazatelů pro plánované období je zobrazen v Grafu 3.19.

Graf 3.19. : Vývoj ukazatele ROA( %)



Zdroj: Data z účetní závěrky, finančního plánu, vlastní výpočty

V uvedeném grafu lze pozorovat, že vývoj ROA i ROE je dle scénáře Komerční banky a Ministerstva financí opět prakticky totožný díky velice podobné předpovědi vývoje HDP.

### ***Ukazatele likvidity***

Ukazatele likvidity vypovídají o schopnosti podniku hradit své závazky. Vývoj celkové likvidity je zobrazen v Tab. č. 3.31

Tab. č. 3.31: Ukazatele likvidity

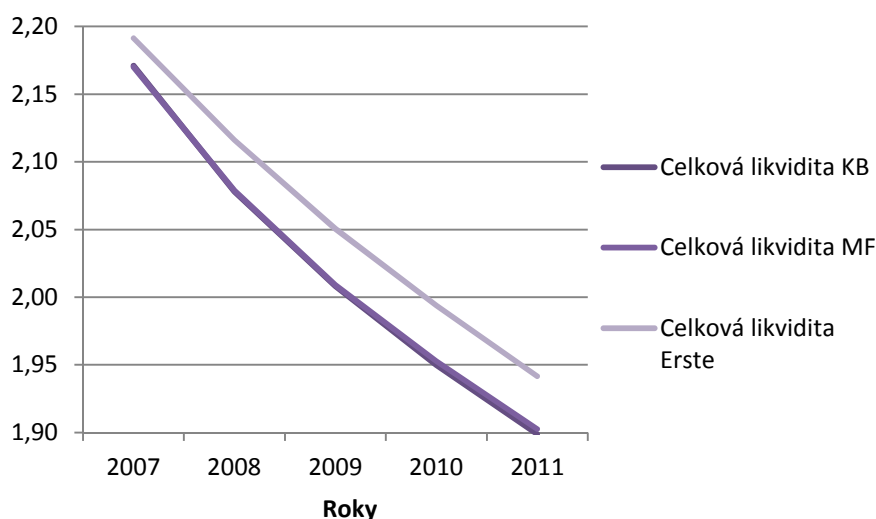
Ukazatele likvidity – celková likvidita											
	Vzorec	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>KB</b>							2,17	2,08	2,01	1,95	1,90
<b>MF</b>	(2.8)	0,74	0,91	1,36	1,81	2,33	2,17	2,08	2,01	1,95	1,90
<b>Erste</b>							2,19	2,12	2,05	1,99	1,94

Zdroj: Data z účetní závěrky, finančního plánu, vlastní výpočty

Ukazatel **celkové likvidity** vyjadřuje, kolikrát převyšují oběžná aktiva krátkodobé závazky, přičemž hodnota by se měla pohybovat v rozmezí 1,5 až 2,5. Rodinný pivovar od roku 2010 splňuje doporučený limit. Rostoucí trend v letech 2007 až 2011 je především zapříčiněn narůstáním oběžných aktiv (převážně zásob a krátkodobého finančního majetku, který se zvýšil z hodnoty 10 483 tis. Kč na hodnotu 138 133 tis. Kč). Od roku 2008 docházelo také k mírnému poklesu krátkodobých závazků (zejména pak závazků z obchodních vztahů, s výjimkou roku 2011). V plánovaných letech dochází k postupnému poklesu ukazatele z důvodu mírného nárůstu krátkodobých závazků (a to zejména závazků z obchodních vztahů)

Vývoj ukazatele celkové likvidity v letech 2012 až 2016 je zobrazen v Grafu 3.20.

Graf 3.20 : Vývoj ukazatele celkové likvidity



Zdroj: Data z účetní závěrky, finančního plánu, vlastní výpočty

V Grafu 3.20 lze pozorovat, že vývoj dle scénáře Komerční banky a Ministerstva financí je totožný z důvodu velice podobné předpovědi tempa růstu HDP.

### **Ukazatele aktivity**

Ukazatele aktivity se dělí do dvou základních skupin – ukazatele doby obratu a obratovosti. Doba obratu vyjadřuje, jak dlouho trvá, než se daná složka majetku obrátí ve vztahu k tržbám. Vývoj tohoto ukazatele by měl být v čase klesající (s výjimkou doby obratu závazků, která by se měla vyvíjet stabilně). Ukazatele obratovosti vyjadřují počet obrátek jednotlivých složek majetku za rok a trend by měl být rostoucí. Vývoj některých ukazatelů aktivity je zobrazen v Tab. č. 3.32

Tab. č. 3.32 : Ukazatele aktivity (počet dní)

Tab. č. 5.12.1: Ukazatele aktivity (pocet dní)

Ukazatele aktivity – Doba obratu zásob											
	Vzorec	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KB	(2.10)	29,05	36,18	32,93	39,81	39,40	37,03	37,03	37,03	37,02	37,02
MF							37,03	37,03	37,03	37,02	37,02
Erste							37,03	37,03	37,03	37,02	37,02
Ukazatele aktivity – Doba obratu pohledávek											
	Vzorec	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KB	(2.10)	83,80	71,50	75,81	61,28	64,56	67,07	66,19	65,52	64,95	64,45
MF							67,06	66,19	65,53	64,98	64,49
Erste							67,27	66,57	65,95	65,41	64,90
Ukazatele aktivity – Doba obratu závazků											
	Vzorec	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KB	(2.10)	169,48	128,08	110,90	102,18	97,09	105,59	105,74	105,84	105,92	105,98
MF							105,59	105,74	105,84	105,92	105,97
Erste							105,58	105,71	105,82	105,90	105,96
Pravidlo solventnosti											
	Vzorec	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
KB MF Erste	-	ano	ano	ano	ano	ano	ano	ano	ano	ano	ano

Zdroj: Data z účetní závěrky, finančního plánu, vlastní výpočty

**Doba obratu zásob** vykazovala v letech 2007 až 2011 rozkolísaný trend, přičemž od roku 2007 do roku 2011 došlo k nárůstu o 10 dní, po které je kapitál vázán v zásobách do jejich upotřebení. Trend vývoje kopíruje trend vývoje zásob (zejména pak materiálu). V letech 2012 až 2016 je hodnota ukazatele téměř konstantní pro všechny scénáře ve výši zhruba 37 dní. Důvod je zřejmý, neboť zásoby byly plánovány dle váženého podílu na tržbách

za prodej vlastních výrobků a služeb, přičemž tržby za prodej vlastních výrobků a služeb zaujímají nejvyšší podíl na celkových tržbách, a tak se zásoby a tržby vyvíjejí obdobně.

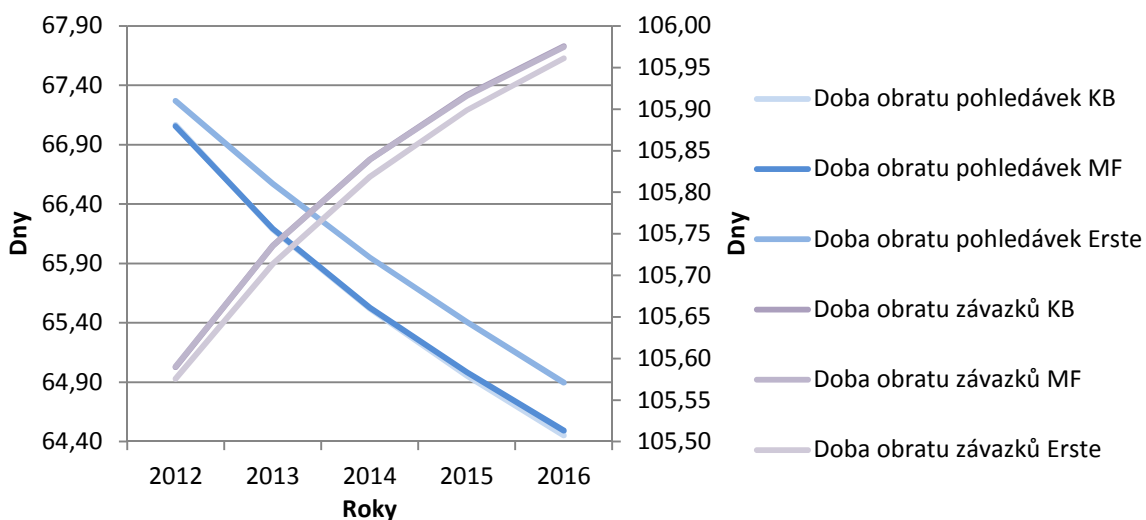
**Doba obratu pohledávek** vyjadřuje dobu, za kterou jsou pohledávky v průměru splaceny. Stejně jako doba obratu zásob vykazoval tento ukazatel v letech 2007 až 2011 rozkolísaný trend. Od roku 2012 hodnota ukazatele nepatrně rostla, příčinou bylo narůstání krátkodobých pohledávek.

**Doba obratu závazků** vyjadřuje období, na které poskytli věřitelé (obvykle dodavatelé) firmě úvěr. Po celé minulé období vykazovala klesající trend, příčinou tohoto vývoje byl především pokles krátkodobých bankovních úvěrů, které byly v roce 2010 beze zbytku splaceny. Od roku 2012 je hodnota na konstantní úrovni ve výši zhruba 106 dní, důvod je obdobný jako u doby obratu zásob. V plánovaných letech totiž byly závazky stanoveny na základě váženého podílu na tržbách za prodej vlastních výrobků a služeb.

Porovnáním doby obratu závazků a doby obratu pohledávek je vyhodnocena pravidlo solventnosti. Aby se podnik vyhnul problémům s platební neschopností, měla by být doba obratu pohledávek kratší než doba obratu závazků. V případě pivovaru je tato podmínka splněna v minulosti i plánovaných letech u všech scénářů vývoje.

Vývoj doby obratu pohledávek a závazků je zobrazen v Grafu 3.21.

Graf 3.21. : Vývoj ukazatele doby obratu pohledávek a závazků



Zdroj: Data z účetní závěrky, finančního plánu, vlastní výpočty

V Grafu 3.21 lze pozorovat, že vývoj doby obratu pohledávek i závazků je dle scénáře Komerční banky a Ministerstva financí opět téměř totožný.

### 3.4 Ocenění podniku vybranými výnosovými metodami

Tato kapitola diplomové práce je zaměřena na stanovení hodnoty vlastního kapitálu Rodinného pivovaru BERNARD, a.s. k datu 1. ledna 2012. Aby mohlo být přistoupeno k samotnému ocenění, bude nejdříve nutné v kapitole 3.4.1 vyčíslit náklady vlastního kapitálu, poté bude v kapitole 3.4.2 VK oceněn metodou diskontovaných peněžních toků Equity a v kapitolách 3.4.4 a 3.4.6 bude VK oceněn analytickou a paušální metodou kapitalizovaných zisků. Současně bude v rámci této podkapitoly také provedena citlivostní analýza.

#### 3.4.1 Stanovení nákladu kapitálu

Náklady vlastního kapitálu byly stanoveny na základě účetních dat pomocí stavebnicového modelu, který využívá Ministerstvo průmyslu a obchodu.<sup>3</sup>

Vyčíslení nákladu kapitálu bylo provedeno v následujících krocích:

- odhad bezrizikové sazby a výpočet rizikových přírážek,
- výpočet  $WACC_U$  dle vztahu (2.40),
- přepočet na  $WACC_L$  dle vztahu (2.41),
- výpočet  $R_E$  dle vztahu (2.42).

Mezivýpočty výše uvedených kroků jsou obsahem Přílohy č. 7.

**Bezriziková sazba** představuje výnos desetiletých státních dluhopisů. V posledních letech dochází k neustálému poklesu této sazby, přičemž v roce 2012 klesla na své historické minimum ve výši 2,8 %, hodnoty v letech 2013 a 2014 vycházejí z makroekonomické predikce MF ČR, pro plánované roky 2015 a 2016 se předpokládá konstantní úroveň dle roku 2013. Výše bezrizikové sazby v jednotlivých letech je pro všechny scénáře stejná.

Velikost **rizikové přírážky za podnikatelské riziko** vychází ze vztahu (2.45), přičemž rentabilita aktiv dosahuje ve všech scénářích vyšší hodnoty než ukazatel  $X_1$ , který vyjadřuje nahrazování úplatných cizích zdrojů vlastními. Riziková přírážka za podnikatelské riziko se tedy stanoví dle minimální hodnoty  $R_{POD}$  pro odvětví CZ – NACE 11 (výroba nápojů), její výše bude činit pro každý scénář ve všech letech 3,9 %.

**Riziková přírážka za finanční stabilitu** je stanovena na základě porovnání celkové likvidity společnosti s pohotovou a okamžitou likviditou odvětví CZ – NACE 11 (výroba nápojů). V případě všech scénářů byla celková likvida vyšší než okamžitá likvidita odvětví, a proto je hodnota rizikové přírážky pro každý scénář ve všech letech nulová.

---

<sup>3</sup> <http://www.mpo.cz>

**Riziková přírážka za velikost podniku** byla dle scénářů KB, MF a Erste rozdílná, jelikož suma úplatných zdrojů pivovaru dosahuje vyšší hodnoty než 100 mil. Kč, ale současně nižší hodnoty než 3 mld. Kč, musel být pro každý scénář zvlášť proveden výpočet této přírážky dle vztahu (2.49).

Hodnoty jednotlivých rizikových přírážek jsou uvedeny v následující Tab. č. 3.33.

Tab. č. 3.33 : Rizikové přírážky dle jednotlivých scénářů (%)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Komerční banka</b>					
<b>Bezriziková sazba (<math>R_F</math>)</b>	2,8	2,2	2,3	2,3	2,3
<b><math>R_{POD}</math></b>	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90
<b><math>R_{FINSTAB}</math></b>	0	0	0	0	0
<b><math>R_{LA}</math></b>	4,01	3,94	3,87	3,83	3,77
<b>Ministerstvo financí</b>					
<b>Bezriziková sazba (<math>R_F</math>)</b>	2,8	2,2	2,3	2,3	2,3
<b><math>R_{POD}</math></b>	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90
<b><math>R_{FINSTAB}</math></b>	0	0	0	0	0
<b><math>R_{LA}</math></b>	4,01	3,94	3,87	3,83	3,78
<b>Erste</b>					
<b>Bezriziková sazba (<math>R_F</math>)</b>	2,8	2,2	2,3	2,3	2,3
<b><math>R_{POD}</math></b>	3,90	3,90	3,90	3,90	3,90
<b><math>R_{FINSTAB}</math></b>	0	0	0	0	0
<b><math>R_{LA}</math></b>	4,02	3,96	3,91	3,90	3,87

Zdroj: Ministerstvo financí ČR, Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, vlastní výpočty

Po výpočtu rizikových přírážek bylo přistoupeno k propočtům nákladu kapitálu. Jak je vidět v následující Tab. č. 3.34, jednotlivé scénáře se mezi sebou liší (u KB a MF pouze v posledním roce), důležité ovšem je, že hodnota je shodná v případě propočtů pro celkový kapitál zadlužené, nezadlužené firmy i nákladu na vlastní kapitál, tato rovnost je dána tím, že pivovar nebude (stejně jako v letech 2010 a 2011) v plánovaném období disponovat žádnými bankovními úvěry ani dluhopisy, úplatné zdroje tak zahrnují pouze vlastní kapitál a zadluženost podniku je tedy nulová.

Tab. č. 3.34 : Náklady kapitálu dle jednotlivých scénářů (%)

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Komerční banka</b>					
<b><math>WACC_U = WACC_L = R_E</math></b>	10,71	10,04	10,07	10,03	9,97
<b>Ministerstvo financí</b>					
<b><math>WACC_U = WACC_L = R_E</math></b>	10,71	10,04	10,07	10,03	9,98
<b>Erste</b>					
<b><math>WACC_U = WACC_L = R_E</math></b>	10,72	10,06	10,11	10,10	10,07

Zdroj: Vlastní výpočty

### 3.4.2 Ocenění podniku metodou DCF - Equity

Metoda diskontovaných peněžních toků na bázi Equity je založena na vlastnickém principu, protože je oceňován pouze vlastní kapitál firmy. Vychází se tedy pouze z peněžních toků pro vlastníky (FCFE), které jsou diskontovány nákladem vlastního kapitálu ( $R_E$ ).

Volné peněžní toky plynoucí vlastníkům jsou stanoveny na základě rovnice (2.33). Tab. č. 3.35 znázorňuje postup výpočtu pro všechny scénáře vývoje, přičemž společnost v plánovaných letech nebude disponovat bankovními úvěry.

Tab. č. 3.35 : Volné finanční toky dle scénáře KB, MF a Erste (tis. Kč)

		1. fáze				2. fáze
		2012	2013	2014	2015	2016
EAT	KB	55 960	69 975	82 930	89 383	101 599
	MF	56 069	69 868	82 822	88 832	100 698
	Erste	53 770	64 913	76 211	81 131	92 075
ODP	KB, MF a Erste	43 976	41 117	38 356	43 796	42 697
ΔČPK	KB	6 746	4 999	4 617	4 669	4 873
	MF	6 793	4 904	4 616	4 475	4 720
	Erste	5 787	3 741	3 891	3 998	4 317
INV	KB, MF a Erste	7 075	7 075	15 000	8 000	4 600
FCFE	KB	86 116	99 018	101 670	120 510	134 823
	MF	86 177	99 006	101 562	120 153	134 075
	Erste	84 885	95 214	95 676	112 929	125 855

Zdroj: Vlastní výpočty

Poté, co byla stanovena hodnota nákladu vlastního kapitálu ( $R_E$ ) v podkapitole 3.4.1 a následně vyčísleny volné finanční toky, lze přistoupit k samotnému ocenění dle metody DCF – Equity. Následující kroky budou tyto:

- hodnota VK pivovaru BERNARD za první fázi se stanoví dle vzorce (2.27),
- následně se stanoví pokračující hodnota dle vzorce (2.28),
- poté se stanoví hodnota VK pivovaru za druhou fázi dle vzorce (2.30),
- součtem hodnoty VK za první a druhou fázi je získána celková hodnota VK pivovaru BERNARD.

Postup ocenění vlastního kapitálu pivovaru BERNARD dle scénáře Komerční banky je uveden v následující Tab. č. 3.36.

Tab. č. 3.36 : Ocenění VK pivovaru BERNARD dle scénáře KB (tis. Kč)

	1.fáze				2.fáze
	2012	2013	2014	2015	2016
FCFE	86 116	99 018	101 670	120 510	134 823
R <sub>E</sub> (%)	10,71	10,04	10,07	10,03	9,97
Diskontní faktor	0,9033	0,8209	0,7458	0,6778	0,6163
Diskontované FCFE	77 785	81 279	75 824	81 682	83 095
Hodnota 1. fáze	<b>316 570</b>				
Pokračující hodnota	1 351 632				
Hodnota 2. fáze	<b>1 626 976</b>				
Hodnota VK	<b>1 943 546</b>				

Zdroj: Vlastní výpočty

Dle Tab. č. 3.36 je patrné, že hodnota VK pivovaru BERNARD je v případě scénáře KB ve výši 1 943 546 tis. Kč.

Postup ocenění vlastního kapitálu pivovaru BERNARD dle scénáře Ministerstva financí České republiky je zobrazen v následující Tab. č. 3.37.

Tab. č. 3.37 : Ocenění VK pivovaru BERNARD dle scénáře MF ČR (tis. Kč)

	1.fáze				2.fáze
	2012	2013	2014	2015	2016
FCFE	86 177	99 006	101 562	120 153	134 075
R <sub>E</sub> (%)	10,71	10,04	10,07	10,03	9,98
Diskontní faktor	0,9033	0,8209	0,7458	0,6778	0,6163
Diskontované FCFE	77 841	81 270	75 743	81 439	82 629
Hodnota 1. fáze	<b>316 292</b>				
Pokračující hodnota	1 343 509				
Hodnota 2. fáze	<b>1 617 237</b>				
Hodnota VK	<b>1 933 529</b>				

Zdroj: Vlastní výpočty

Dle Tab. č. 3.37 je patrné, že hodnota VK pivovaru BERNARD je v případě scénáře MF ČR stanovena ve výši 1 933 529 tis. Kč.

Postup ocenění vlastního kapitálu pivovaru BERNARD dle scénáře Erste je zobrazen v následující Tab. č. 3.38.



Tab. č. 3.38 : Ocenění VK pivovaru BERNARD dle scénáře MF ČR (tis. Kč)

	1.fáze				2.fáze
	2012	2013	2014	2015	2016
FCFE	84 885	95 214	95 676	112 929	125 855
R <sub>E</sub> (%)	10,72	10,06	10,11	10,10	10,07
Diskontní faktor	0,9032	0,8206	0,7453	0,6769	0,6150
Diskontované FCFE	76 668	78 136	71 307	76 447	77 403
Hodnota 1. fáze	302 558				
Pokračující hodnota	1 249 721				
Hodnota 2. fáze	1 506 022				
Hodnota VK	1 808 580				

Zdroj: Vlastní výpočty

Dle Tab. č. 3.38 je zřejmé, že hodnota VK pivovaru BERNARD činí v případě scénáře Erste 1 808 580 tis. Kč.

### 3.4.3 Citlivostní analýza VK stanoveného dle DCF – Equity

Ocenění VK podniku bylo stanoveno díky sestavení finančního plánu, se kterým je spojeno riziko, že skutečnost nebude odpovídat předpovědi vývoje, proto bude pro scénář MF ČR provedena analýza citlivosti VK na změnu výstavu piva pivovaru BERNARD, exportu piva pro celou ČR a změnu tempa vývoje HDP. Změny parametrů budou v rozmezí  $\pm 5 \%$ ,  $\pm 10 \%$  a  $\pm 15 \%$  vůči původní předpovědi tempa růstu. Výpočet bude proveden dle vzorce (2.51).

#### *Analýza citlivosti VK na změnu výstavu piva při ocenění metodou DCF – Equity*

V subkapitole 3.3.1 při prognózování tržeb pomocí regresního modelu, bylo vyčísleno tempo růstu výstavu pivovaru ve velikosti 6,63 % (základní scénář), právě tato hodnota tedy bude následně upravena. Vliv změny tempa růstu piva na celkový VK je zaznamenán v Tab. č. 3.39.

Tab. č. 3.39: Citlivostní analýza VK stanoveného dle DCF - Equity na změnu výstavu piva dle scénáře MF

$\Delta$ tempa růstu výstavu piva (%)	2012 – 2016 (%)	VK v tis. Kč	$\Delta$ VK (%)
15	7,62	2 067 516	6,93
10	7,29	2 022 186	4,59
5	6,96	1 977 527	2,28
0	6,63	1 933 529	0,00
-5	6,29	1 890 182	-2,24
-10	5,96	1 847 476	-4,45
-15	5,63	1 805 402	-6,63

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. č. 3.39 ukazuje, jak se bude měnit velikost vlastního kapitálu stanoveného dle metody DCF – Equity, jestliže dojde ke změně tempa vývoje výstavu piva pivovaru BERNARD. Pokud bude docházet k růstu tempa vývoje výstavu piva o 15 %, vzroste hodnota VK společnosti o 6,93 %, absolutně o 133 987 tis. Kč, naopak pokud klesne tempo růstu o 15 %, hodnota VK poklesne o 6,63 % a absolutně o 128 127 tis. Kč.

#### ***Analýza citlivosti VK na změnu exportu piva ČR při ocenění metodou DCF – Equity***

Stejně jako u výstavu piva i v případě exportu piva z ČR bylo v subkapitole 3.3.1 vyčísleno tempo růstu této veličiny v hodnotě 0,95 % (základní scénář). Vliv změny tempa růstu exportu na celkovou výši VK je uveden v Tab. č. 4.40.

Tab. č. 4.40 : Citlivostní analýza VK stanoveného dle DCF - Equity na změnu exportu piva dle scénáře MF ČR

<b>Δ tempa růstu exportu piva (%)</b>	<b>2012-2016 (%)</b>	<b>VK v tis. Kč</b>	<b>Δ VK (%)</b>
<b>15</b>	1,09	1 937 059	0,183
<b>10</b>	1,04	1 935 880	0,122
<b>5</b>	1,00	1 934 704	0,061
<b>0</b>	<b>0,95</b>	<b>1 933 529</b>	<b>0,000</b>
<b>-5</b>	0,90	1 932 356	-0,061
<b>-10</b>	0,85	1 931 186	-0,121
<b>-15</b>	0,81	1 930 017	-0,182

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. č. 4.40 vypovídá o tom, jak se bude měnit velikost vlastního kapitálu stanoveného dle metody DCF – Equity, jestliže dojde ke změně tempa vývoje exportu piva z ČR. Pokud dojde k růstu tempa exportu piva o 15 %, vzroste hodnota VK společnosti o 0,183 %, absolutně o 3 530 tis. Kč, naopak pokud klesne tempo růstu o 15 %, hodnota VK poklesne o 0,182 % a absolutně o 3 512 tis. Kč.

#### ***Analýza citlivosti VK na změnu HDP při ocenění metodou DCF – Equity***

Tempo růstu u HDP bylo vymezeno pro tři rozdílné scénáře, stejně ale jako v případě předchozích vstupních parametrů bude citlivostní analýza provedena pouze pro scénář MF ČR. Vliv změny tempa růstu HDP na celkovou výši VK je uveden v Tab. č. 3.41.

Tab. č. 3.41 : Citlivostní analýza VK stanoveného dle DCF - Equity na změnu tempa růstu HDP dle scénáře MF ČR

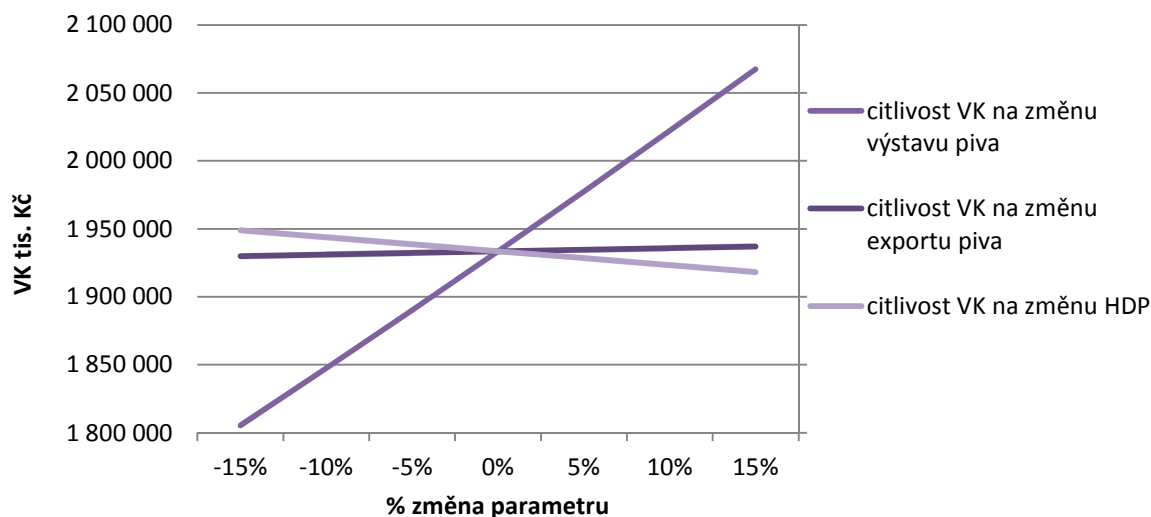
Δ tempa růstu exportu piva (%)	2012 (%)	2013 (%)	2014 (%)	2015 (%)	2016 (%)	VK v tis. Kč	Δ VK (%)
15	-0,94	0,12	1,61	2,76	2,99	1 918 057	-0,800
10	-0,99	0,11	1,54	2,64	2,86	1 923 223	-0,533
5	-1,05	0,11	1,47	2,52	2,73	1 928 381	-0,266
0	-1,10	0,10	1,40	2,40	2,60	1 933 529	0,000
-5	-1,16	0,10	1,33	2,28	2,47	1 938 668	0,266
-10	-1,21	0,09	1,26	2,16	2,34	1 943 799	0,531
-15	-1,27	0,09	1,19	2,04	2,21	1 948 920	0,796

Zdroj: Vlastní výpočty

V Tab. č. 3.41 je uvedeno, jak se bude měnit velikost vlastního kapitálu stanoveného dle metody DCF – Equity v případě, že dojde ke změně tempa růstu HDP, pokud se tempo růstu HDP zvýší o 15 %, klesne hodnota VK společnosti o 0,8 %, absolutně o 15 472 tis. Kč, naopak pokud klesne tempo růstu o 15 %, hodnota VK vzroste o 0,796 %, absolutně o 15 391 tis. Kč.

V následujícím grafu je zobrazena citlivost VK pivovaru BERNARD na změnu výstavu, exportu piva a HDP.

Graf 3.22. : Citlivostní analýza VK při ocenění metodou DCFE



Zdroj: Vlastní výpočty

Jak lze v Grafu 3.22 vidět, hodnota VK pivovaru BERNARD s růstem výstavu a exportu také roste, přičemž je citlivější na změnu výstavu piva, neboť v tomto případě je křivka strmější. Naopak s růstem HDP hodnota VK klesá, neboť tržby pivovaru byly dle regresního modelu stanoveny jako anticyklické.

### 3.4.4 Ocenění podniku dle analytické metody kapitalizovaných zisků

Hodnota VK pivovaru BERNARD bude stejně jako v případě metody diskontovaných peněžních toků stanovena na základě sestaveného dlouhodobého finančního plánu v podkapitole 3.3. Na rozdíl ale od metody DCF – Equity, kdy byly při ocenění využity peněžní toky, bude při aplikaci uvedené metody vycházeno z predikovaných výsledků hospodaření. Aby mohlo být provedeno ocenění pivovaru BERNARD dle analytické metody kapitalizovaných zisků, je nejdříve nutné stanovit upravený zisk po zdanění a to tak, že jsou predikované výsledky hospodaření podrobeny řadě korekcí (např. o odpisy, finanční výnosy, mimořádné výnosy a náklady aj., viz Tab. č. 3.42) a následně je získaný upravený výsledek hospodaření zdaněn 19 % sazbou daně. Postup tvorby upraveného zisku po zdanění pro všechny scénáře vývoje HDP je uvedena v Tab. č. 3.42.

Tab. č. 3.42 : UVH po zdanění dle scénáře KB, MF a Erste (tis. Kč)

		1. fáze				2. fáze
		2012	2013	2014	2015	2016
<b>+ VH před zdaněním</b>	KB	69 204	86 536	102 558	110 537	125 645
	MF	69 339	86 404	102 423	109 856	124 531
	Erste	66 496	80 276	94 248	100 332	113 866
<b>+ Odpisy</b>	KB, MF a Erste	43 976	41 117	38 356	43 796	42 697
<b>- Finanční výnosy</b>	KB, MF a Erste	3 924	4 372	4 672	4 972	5 272
<b>- Tržby z prodeje dlouhodobého majetku</b>	KB	1 820	2 042	2 246	2 453	2 669
	MF	1 822	2 040	2 244	2 443	2 652
	Erste	1 778	1 944	2 117	2 294	2 485
<b>+ ZC prodaného dl.majetku</b>	KB, MF a Erste	221	221	221	221	221
<b>+ Mimořádné os. náklady</b>	KB, MF a Erste	0	0	0	0	0
<b>- Mimořádné výnosy</b>	KB, MF a Erste	0	0	0	0	0
<b>+ Mimořádné náklady</b>	KB, MF a Erste	0	0	0	0	0
<b>UVH před zdaněním</b>	KB	107 658	121 461	134 217	147 129	160 622
	MF	107 791	121 330	134 085	146 459	159 526
	Erste	104 993	115 298	126 036	137 083	149 028
<b>Daň ve výši 19 %</b>	KB	20 455	23 078	25 501	27 955	30 518
	MF	20 480	23 053	25 476	27 827	30 310
	Erste	19 949	21 907	23 947	26 046	28 315
<b>UVH po zdanění</b>	KB	87 203	98 383	108 716	119 175	130 104
	MF	87 311	98 278	108 608	118 632	129 216
	Erste	85 044	93 392	102 089	111 037	120 712

Zdroj: Vlastní výpočty

Po tom, co byla stanovena hodnota nákladu vlastního kapitálu ( $R_E$ ) v podkapitole 3.4.1 a následně vyčíslen upravený zisk po zdanění, lze přistoupit k samotnému ocenění dle analytické metody kapitalizovaných zisků. Následující kroky budou tyto:

- upravený výsledek hospodaření po zdanění je diskontován nákladem vlastního kapitálu,
- stanoví se hodnota VK pivovaru BERNARD za první fázi,
- stanoví se pokračující hodnota,
- stanoví se hodnota VK pivovaru BERNARD za druhou fázi,
- součtem hodnoty VK za první a druhou fázi je získána celková hodnota VK pivovaru BERNARD vzorec (2.20).

Postup ocenění vlastního kapitálu pivovaru BERNARD pomocí analytické metody kapitalizovaných zisků je dle scénáře Komerční banky uveden v následující Tab. č. 3.43.

Tab. č. 3.43 : Ocenění VK pivovaru BERNARD dle scénáře KB (tis. Kč)

	1.fáze				2.fáze
	2012	2013	2014	2015	2016
UVH po zdanění	87 203	98 383	108 716	119 175	130 104
$R_E$ (%)	10,71	10,04	10,07	10,03	9,97
Diskontní faktor	0,9033	0,8209	0,7458	0,6778	0,6163
Diskontovaný UVH	78 767	80 759	81 078	80 777	80 187
Hodnota 1. fáze	<b>321 381</b>				
Pokračující hodnota	1 304 327				
Hodnota 2. fáze	<b>1 570 033</b>				
Hodnota VK	<b>1 891 414</b>				

Zdroj: Vlastní výpočty

Dle Tab. č. 3.43 je patrné, že VK pivovaru BERNARD je v případě scénáře KB oceněn v částce 1 891 414 tis. Kč.

Postup ocenění vlastního kapitálu pivovaru BERNARD pomocí analytické metody kapitalizovaných zisků je dle scénáře MF ČR uveden v následující Tab. č. 3.44.

Tab. č. 3.44 : Ocenění VK pivovaru BERNARD dle scénáře MF ČR (tis. Kč)

	1.fáze				2.fáze
	2012	2013	2014	2015	2016
UVH po zdanění	87 311	98 278	108 608	118 632	129 216
R <sub>E</sub> (%)	10,71	10,04	10,07	10,03	9,98
Diskontní faktor	0,9033	0,8209	0,7458	0,6778	0,6163
Diskontovaný UVH	78 865	80 672	80 998	80 408	79 634
Hodnota 1. fáze	<b>320 943</b>				
Pokračující hodnota	1 294 815				
Hodnota 2. fáze	<b>1 558 621</b>				
Hodnota VK	<b>1 879 564</b>				

Zdroj: Vlastní výpočty

Dle Tab. č. 3.44 je patrné, že VK pivovaru BERNARD je v případě scénáře MF ČR oceněn v částce 1 879 564 tis. Kč.

Postup ocenění vlastního kapitálu pivovaru BERNARD pomocí analytické metody kapitalizovaných zisků je dle scénáře Erste uveden v následující Tab. č. 3.45.

Tab. č. 3.45 : Ocenění VK pivovaru BERNARD dle scénáře Erste (tis. Kč)

	1.fáze				2.fáze
	2012	2013	2014	2015	2016
UVH po zdanění	85 044	93 392	102 089	111 037	120 712
R <sub>E</sub> (%)	10,72	10,06	10,11	10,10	10,07
Diskontní faktor	0,9032	0,8206	0,7453	0,6769	0,6150
Diskontovaný UVH	76 812	76 641	76 087	75 167	74 240
Hodnota 1. fáze	<b>304 707</b>				
Pokračující hodnota	1 198 651				
Hodnota 2. fáze	<b>1 444 479</b>				
Hodnota VK	<b>1 749 185</b>				

Zdroj: Vlastní výpočty

Dle Tab. č. 3.45 je patrné, že VK pivovaru BERNARD je v případě scénáře Erste oceněn v částce 1 749 185 tis. Kč.

### 3.4.5 Citlivostní analýza VK stanoveného dle analytické metody kap. zisků

I v případě stanovení hodnoty podniku dle analytické metody kapitalizovaných zisků hrozí nebezpečí, že se skutečnost bude odchylovat od předpovědi, a proto bude pro scénář MF ČR provedena analýza citlivosti VK na změnu tří vstupních parametrů, kterými jsou výstav piva pivovaru BERNARD, export piva pro celou ČR a HDP. Změny parametrů budou v rozmezí  $\pm 5\%$ ,  $\pm 10\%$  a  $\pm 15\%$  vůči původnímu predikovanému tempu růstu.

### ***Analýza citlivosti VK na změnu výstavu piva při aplikaci analytické metody kap.zisků***

V subkapitole 3.3.1 při prognózování tržeb, bylo stanoveno tempo růstu výstavu piva ve velikosti 6,63 % (základní scénář), přičemž toto predikované tempo růstu bude následně upravováno dle výše zmíněného rozmezí. Vliv změny tempa růstu piva na celkovou hodnotu VK stanoveného dle analytické metody kapitalizovaných zisků je zaznamenán v Tab. č. 3.46.

*Tab. č. 3.46 : Citlivostní analýza VK stanoveného dle analytické metody kapitalizovaných zisků na změnu výstavu piva dle scénáře MF ČR*

<b>Δ tempa růstu výstavu piva (%)</b>	<b>2012 – 2016 (%)</b>	<b>VK v tis. Kč</b>	<b>Δ VK (%)</b>
15	7,62	2 027 597	7,88
10	7,29	1 977 467	5,21
5	6,96	1 928 127	2,58
0	6,63	1 879 564	0,00
-5	6,29	1 831 767	-2,54
-10	5,96	1 784 722	-5,05
-15	5,63	1 738 420	-7,51

Zdroj: Vlastní výpočty

V Tab. č. 3.46 je uvedeno, jak se bude měnit velikost vlastního kapitálu stanoveného dle analytické metody kapitalizovaných zisků, jestliže dojde ke změně tempa vývoje výstavu piva pivovaru BERNARD. Pokud tedy bude docházet k růstu tempa výstavu piva o 15 %, vzroste hodnota VK společnosti o 7,88 %, absolutně o 148 033 tis. Kč, naopak pokud klesne tempo růstu o 15 %, hodnota VK poklesne relativně o 7,51 % a absolutně o 141 144 tis. Kč.

### ***Analýza citlivosti VK na změnu exportu piva při aplikaci analytické metody kap. zisků***

I v případě exportu piva z ČR bylo v subkapitole 3.3.1 vyčísleno tempo růstu této veličiny v hodnotě 0,95 % (základní scénář). Vliv změny tempa růstu exportu na celkovou výši VK je uveden v Tab. č. 3.47.

*Tab. č. 3.47 : Citlivostní analýza VK na změnu exportu piva stanoveného dle analytické metody kapitalizovaných zisků dle scénáře MF ČR*

<b>Δ tempa růstu exportu piva (%)</b>	<b>2012-2016 (%)</b>	<b>VK v tis. Kč</b>	<b>Δ VK (%)</b>
15	1,09	1 883 392	0,204
10	1,04	1 882 114	0,136
5	1,00	1 880 838	0,068
0	0,95	1 879 564	0,000
-5	0,90	1 878 293	-0,068
-10	0,85	1 877 024	-0,135
-15	0,81	1 875 757	-0,203

Zdroj: Vlastní výpočty

V Tab. č. 3.47 je uvedeno, jak se bude měnit velikost vlastního kapitálu stanoveného dle analytické metody kapitalizovaných zisků, jestliže dojde ke změně tempa exportu piva z ČR, pokud bude docházet k růstu exportu piva o 15 %, vzroste hodnota VK společnosti o 0,204 %, absolutně o 3 828 tis. Kč, naopak pokud klesne tempo růstu o 15 %, hodnota VK poklesne o 0,203 % a absolutně o 3 807 tis. Kč.

### ***Analýza citlivosti VK na změnu HDP při aplikaci analytické metody kap. zisků***

Pro scénář MF ČR je vliv změny tempa růstu HDP na celkovou výši VK uveden v Tab. č. 3.48.

*Tab. č. 3.48 : Citlivostní analýza VK na změnu exportu piva stanoveného dle analytické metody kapitalizovaných zisků dle scénáře MF ČR*

<b>Δ tempa růstu exportu piva (%)</b>	<b>2012 (%)</b>	<b>2013 (%)</b>	<b>2014 (%)</b>	<b>2015 (%)</b>	<b>2016 (%)</b>	<b>VK v tis. Kč</b>	<b>Δ VK (%)</b>
<b>15</b>	-0,94	0,12	1,61	2,76	2,99	1 861 653	-0,953
<b>10</b>	-0,99	0,11	1,54	2,64	2,86	1 867 636	-0,635
<b>5</b>	-1,05	0,11	1,47	2,52	2,73	1 873 606	-0,317
<b>0</b>	<b>-1,10</b>	<b>0,10</b>	<b>1,40</b>	<b>2,40</b>	<b>2,60</b>	<b>1 879 564</b>	<b>0,000</b>
<b>-5</b>	-1,16	0,10	1,33	2,28	2,47	1 885 510	0,316
<b>-10</b>	-1,21	0,09	1,26	2,16	2,34	1 891 443	0,632
<b>-15</b>	-1,27	0,09	1,19	2,04	2,21	1 897 364	0,947

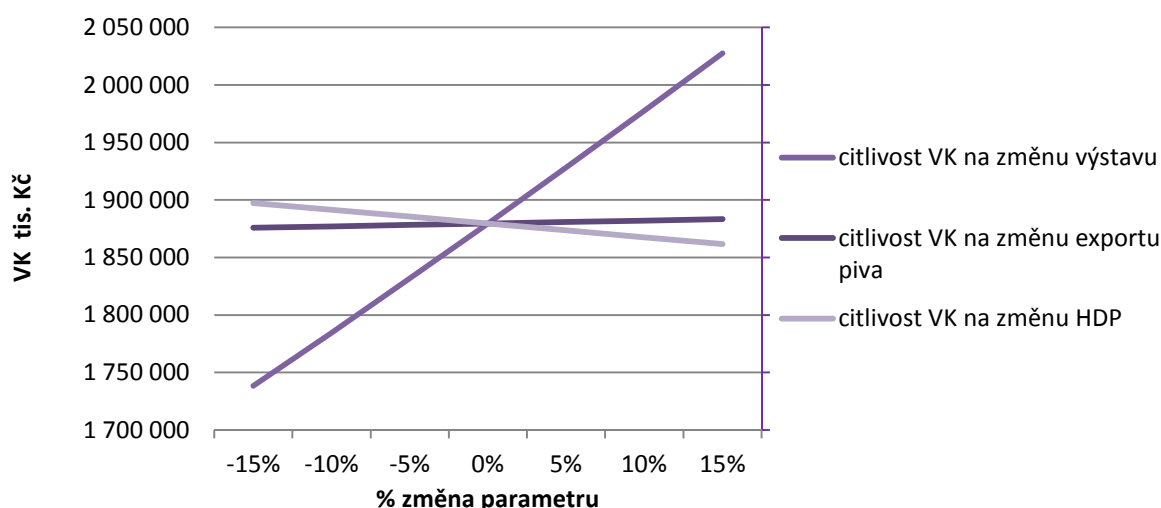
Zdroj: Vlastní výpočty

V Tab. č. 3.48 je uvedeno, jak se bude měnit velikost vlastního kapitálu stanoveného dle analytické metody kapitalizovaných zisků, jestliže dojde ke změně tempa vývoje HDP, pokud bude docházet k jeho růstu o 15 %, klesne hodnota VK společnosti o 0,953 %, absolutně o 17 911 tis. Kč, naopak pokud klesne tempo růstu o 15 %, hodnota VK vzroste o 0,947 %, absolutně o 17 800 tis. Kč.

V následujícím grafu je zobrazena citlivost VK pivovaru BERNARD na změnu výstavu, exportu piva i HDP.



Graf 3.23. : Citlivostí analýza VK při ocenění analytickou metodou kapitalizovaných zisků



Zdroj: Vlastní výpočty

Jak lze v Grafu 3.23 vidět, stejně jako v případě ocenění dle metody DCF – Equity hodnota VK pivovaru BERNARD s růstem výstavu a exportu také roste, přičemž je citlivější na změnu výstavu piva, neboť v tomto případě je křivka strmější. Naopak s růstem HDP hodnota VK klesá, neboť tržby pivovaru byly dle regresního modelu stanoveny jako anticyklické.

### 3.4.6 Ocenění podniku dle paušální metody kapitalizovaných zisků

V předešlých podkapitolách 3.4.2 a 3.4.4 byly aplikovány metody ocenění, které vycházely z predikovaných hodnot získaných z dlouhodobého finančního plánu. V případě paušální metody kapitalizovaných zisků bude ale vycházeno ze skutečných hodnot získaných z účetnictví. Jelikož je tedy v případě paušální metody vycházeno z historických dat, je hodnota VK pro všechny scénáře vývoje HDP stejná, současně je ocenění obvykle nižší než při aplikaci analytické metody.

Ocenění VK dle paušální metody probíhá v následujících krocích:

- historický výsledek před zdaněním je upraven o řadu korekcí (viz. Tab. č. 3.49),
- korigovaný výsledek hospodaření před odpisy je upraven o inflaci (z míry inflace jsou stanoveny řetězcové cenové indexy, na základě kterých jsou vypočítány bazické cenové indexy),
- z upraveného výsledku hospodaření očištěného o inflaci je na základě váženého průměru vypočítán trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy,
- z předcházející veličiny se odečtou odpisy a daně
- a hodnota VK se stanoví tak, že trvale odnímatelný čistý výnos po dani je diskontován hodnotou nákladu vlastního kapitálu sníženého o dl. inflaci.

Postup stanovení trvale odnímatelného čistého výnosu před odpisy je uveden v Tab. č. 3.49.

Tab. č. 3.49 : Stanovení trvale odnímatelného výnosu (tis. Kč)

	2007	2008	2009	2010	2011
<b>VH před zdaněním</b>	-3 799	13 587	47 931	60 820	59 844
<b>+ Odpisy</b>	42 784	48 330	50 607	51 910	54 321
<b>- Finanční výnosy</b>	1 468	2 870	8 916	7 077	3 959
<b>- Tržby z prodeje dl. majetku</b>	1 267	5 771	171	469	1 966
<b>+ ZC prodaného dl. majetku</b>	421	5 849	139	159	165
<b>+ Mimořádné osobní náklady</b>	0	0	0	0	0
<b>- Mimořádné výnosy</b>	0	0	0	0	0
<b>+ Mimořádné náklady</b>	0	0	0	0	0
<b>UVH před odpisy</b>	36 671	59 125	89 590	105 343	108 405
<b>Inflace</b>	2,8%	6,3%	1,0%	1,5%	1,9%
<b>Cenový index řetězcový</b>	1,028	1,063	1,01	1,015	1,019
<b>Cenový index bazický vztahený k roku 2011</b>	0,9005	0,9572	0,9668	0,9813	1
<b>UVH o inflaci</b>	40 721	61 764	92 662	107 345	108 405
<b>Váhy</b>	1	2	3	4	5
<b>UVH o inflaci x váhy</b>	40 721	123 527	277 985	429 378	542 025

Zdroj: Vlastní výpočty

Postup stanovení hodnoty vlastního kapitálu pivovaru BERNARD dle paušální metody kapitalizovaných zisků je obsažen v následující Tab. č. 3.50, kde lze vidět, že celková hodnota VK pro všechny scénáře je stanovena ve výši 393 334 tis. Kč.

Tab. č. 3.50 : Stanovení hodnoty VK pivovaru BERNARD dle paušální metody (tis. Kč)

<b>Položka</b>	<b>Hodnota</b>
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos před odpisy</b>	94 242
<b>Odpisy</b>	54 321
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos před daní</b>	39 921
<b>Daňový základ (s odpisy z posledního roku)</b>	39 921
<b>Daň ve výši 19 %</b>	7 585
<b>Trvale odnímatelný čistý výnos po dani</b>	32 336
<b>R<sub>E</sub></b>	11,52%
<b>Odhad dl. inflace rok 2011</b>	3,30%
<b>Kalkulovaná úroková míra</b>	8,22%
<b>Hodnota vlastního kapitálu</b>	393 334

Zdroj: Vlastní výpočty

Jelikož bylo vycházeno z historických hodnot, nebude provedena citlivostní analýza.

#### 4. Komparace a zhodnocení výsledků

Diplomová práce byla zaměřena na ocenění VK společnosti pivovaru BERNARD metodou diskontovaných peněžních toků na bázi equity a analytickou a paušální metodou kapitalizovaných zisků. Jelikož bylo využito více metod ocenění, je nutné dosažené výsledky zhodnotit a porovnat. V Tab. č. 3.51 jsou uvedeny hodnoty VK získané aplikací různých metod ocenění.

Tab. č. 3.51 : Hodnota VK pivovaru BERNARD dle vybraných metod (tis. Kč)

Scénář	DCF	Metoda kapitalizovaných zisků		Účetní hodnota
		Analytická	Paušální	
KB	1 943 546	1 891 414	393 334	380 000
MF	1 933 529	1 879 564		
Erste	1 808 580	1 749 185		

Zdroj: Vlastní výpočty

#### *Zhodnocení a komparace scénářů v rámci jednotlivých metod ocenění*

Ocenění dle metody DCF - Equity bylo provedeno pro tři scénáře, nejvyšší hodnoty bylo dosaženo dle scénáře Komerční banky, kdy hodnota první fáze je 316 570 tis. Kč, hodnota za druhou fázi činí 1 626 976 tis. Kč a celkově je VK oceněn za obě fáze dohromady ve výši 1 943 546 tis. Kč. Naopak dle scénáře Erste group bylo dosaženo nejnižší hodnoty ocenění v celkové výši 1 808 580 tis. Kč, hodnota za první fázi činí 302 558 tis. Kč a za druhou fázi 1 506 022 tis. Kč. Za základní scénář vývoje HDP byl v diplomové práci považován scénář Ministerstva financí ČR a dle této varianty je hodnota pivovaru ve výši 1 933 529 tis. Kč, hodnota za první fázi je ve velikosti 316 292 tis. Kč a za druhou fázi ve výši 1 617 237 tis. Kč.

Stejně jako v případě metody diskontovaných peněžních toků i v případě analytické metody kapitalizovaných zisků byla hodnota pivovaru určena pro všechny scénáře a pořadí hodnot ocenění bylo obdobné. Nejvyššího ocenění v celkové hodnotě 1 891 414 tis. Kč bylo dosaženo dle scénáře Komerční banky, hodnota první fáze je 321 381 tis. Kč a hodnota za druhou fázi je 1 570 033 tis. Kč. Nejnižšího ocenění bylo dosaženo u scénáře Erste group, celková hodnota pivovaru v tomto případě činí 1 749 185, hodnota za první fázi je 304 707 tis. Kč a za druhou fázi 1 444 479 tis. Kč. Hodnota ocenění dle předpovědi Ministerstva financí ČR se nacházela mezi hodnotami ocenění dle scénáře KB a Erste, tj. v celkové výši 1 879 564 tis. Kč, první fáze je oceněna ve výši 320 943 tis. Kč a druhá ve výši 1 558 621 tis. Kč.

Dle paušální metody kapitalizovaných zisků bylo ocenění pro všechny tři scénáře stejné z důvodu využití historických dat, a to ve výši 393 334 tis. Kč.

### ***Komparace metod ocenění***

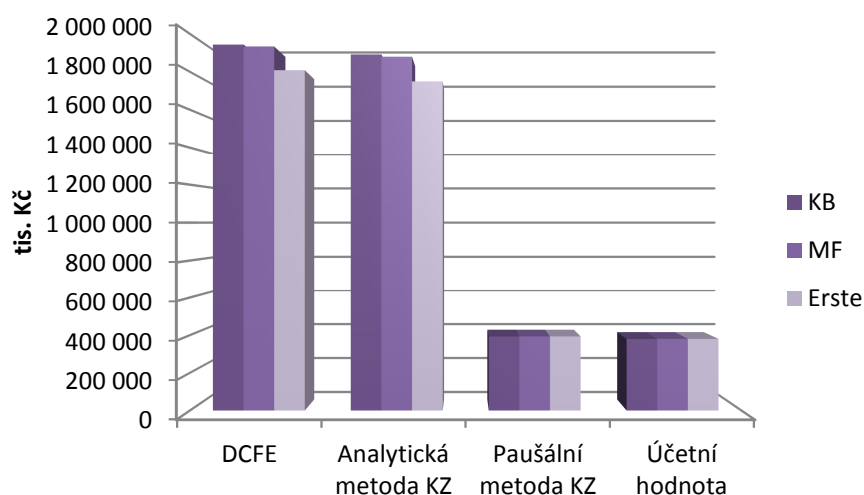
V případě porovnání metod ocenění, bylo nejvyšších hodnot dosaženo oceněním pivovaru dle metody DFC – Equity, průměrná dosažená hodnota VK ze všech tří scénářů činí 1 895 218 tis. Kč. Výše ocenění dle analytické metody kapitalizovaných zisků se blíží hodnotám získaným dle DCF – Equity, nicméně hodnoty jsou nižší, průměrné ocenění za všechny tři scénáře je ve výši 1 840 055 tis. Kč. Nejnižšího ocenění bylo dosaženo dle paušální metody kapitalizovaných zisků, tj. ve výši 393 334 tis. Kč.

Rozdílné hodnoty vycházejí z podstaty jednotlivých oceňovacích metod, přičemž zásadní jsou čtyři důvody. Tím prvním je, že metoda DCF – Equity a analytická metoda kapitalizovaných zisků vychází z predikovaných hodnot získaných z dlouhodobého finančního plánu, zatímco paušální metoda kapitalizovaných zisků vychází z historických dat obsažených v účetnictví. Druhým důvodem je, že výpočet hodnoty VK dle DFC – Equity vychází z hodnoty diskontovaných peněžních toků, kdežto ocenění dle metody kapitalizovaných zisků z upraveného výsledku hospodaření. Dále paušální metoda kapitalizovaných zisků předpokládá, že budoucnost se bude vyvíjet pouze na základě vývoje v minulosti a současně nebere v úvahu faktor času.

### ***Komparace s účetní hodnotou***

Účetní hodnota vlastního kapitálu podniku je k 1.1.2012 ve výši 380 000 tis. Kč, tato hodnota je uvedena v rozvaze. Při srovnání této hodnoty s hodnotou VK stanoveného dle DCF- Equity a analytické metody kapitalizovaných zisků lze v Grafu 3.24 vidět, že je účetní hodnota nižší, což vypovídá o tom, že hodnota vlastního kapitálu společnosti je účetně podhodnocena. Při srovnání s hodnotou ocenění stanovenou dle paušální metody kapitalizovaných zisků lze taktéž konstatovat, že je vlastní kapitál společnosti účetně podhodnocen, rozdíl těchto hodnot ovšem není tak výrazný jako v předešlém případě.

Graf 3.24. : Hodnota VK pivovaru BERNARD dle vybraných metod (tis. Kč)



Zdroj: Vlastní výpočty

### ***Zhodnocení a komparace pro citlivostní analýzu***

U metody diskontovaných peněžních toků a analytické metody kapitalizovaných zisků byla provedena citlivostní analýza, která zkoumala citlivost VK podniku na změnu výstavu piva pivovaru BERNARD, exportu piva v rámci ČR a HDP. Při postupném zkoumání vlivu uvedených vstupních parametrů bylo zjištěno, že hodnota VK vypočítaná dle analytické metody reaguje citlivěji na změnu vstupního parametru než v případě hodnoty VK stanovené dle DCF - Equity, např. při růstu vývoje výstavu piva o 15 % při využití analytické metody došlo ke zvýšení hodnoty VK oproti původní hodnotě o 7,88 % a při využití DCF-Equity pouze o 6,93 %.

Současně bylo zjištěno, že s růstem výstavu nebo exportu roste hodnota VK a naopak s růstem HDP hodnota VK klesá. Nejcitlivěji reaguje VK na změnu výstavu piva, což vychází z podnikatelského konceptu výrobních společností, protože tržby a následně zisk je obecně nejvíce ovlivněn tím, kolik společnost dokáže vyprodukovat a poté prodat svých vlastních výrobků. Nejméně citlivě reaguje hodnota VK na změnu exportu v rámci celé ČR, což je zapříčiněno tím, že se společnost pouze nepatrně podílí na celorepublikovém exportu. Pokles HDP ovlivňuje hodnotu VK pivovaru pozitivně a naopak. Tato skutečnost může být způsobena z různých příčin. Bylo zjištěno, že vývoj výstavu i tržeb malých pivovarů je rozdílný od vývoje velkých producentů piva. Zatímco v posledních letech spotřeba piva klesala, a tak i výstav velkých pivovarů, výstav malých pivovarů naopak rostl. Jako příčinu lze uvést, že konzumenti neustále zvyšují nároky na kvalitu produktu a začínají preferovat domácí výrobky před těmi zahraničními. Dále lze také uvést, že v období recese dochází k růstu nezaměstnanosti a růstu pesimismu a negativních „nálad ve společnosti“, a proto se lidé mohou uchýlovat k větší konzumaci alkoholu (tj. i piva) než v období konjunktury.

## 5. Závěr

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty vlastního kapitálu Rodinného pivovaru BERNARD, a.s. k datu 1. ledna 2012. Ocenění bylo provedeno metodou diskontovaných peněžních toků na bázi equity a analytickou a paušální metodou kapitalizovaných zisků. Důvodem ocenění byly informativní účely pro případného investora.

Diplomová práce byla rozdělena do pěti hlavních kapitol.

Druhá kapitola představovala teoretickou část, kde byl popsán postup oceňovacího procesu a metody ocenění, současně zde byly definovány základní pojmy spojené s vysvětlovanou problematikou.

Ve třetí kapitole, která představovala praktickou část diplomové práce, byla představena oceňovaná společnost, a poté byla provedena strategická analýza, z níž získané poznatky přispěly k naplňování tržeb pomocí regresního modelu. Tržby byly plánovány pro tři scénáře (KB, MF ČR a Erste), které se lišily dle rozdílné předpovědi tempa růstu HDP. Po tom, co byla sestavena plánovaná rozvaha a plánovaný výkaz zisku a ztrát za roky 2012 až 2016, byly vypočítány důležité poměrové ukazatele finanční analýzy (jak pro skutečný vývoj v letech 2007 až 2011, tak pro plánované období). Dříve, než mohlo být přistoupeno k samotnému ocenění společnosti, byly vyčísleny náklady kapitálu podniku pomocí stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Oceňovaný podnik nedisponuje žádnými bankovními úvěry a ani není emitentem dluhopisů, proto jej lze označit jako nezádlužený a náklady vlastního kapitálu byly rovny nákladům na celkový kapitál. Následně bylo provedeno ocenění dle dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků, přičemž délka prvního období činila 4 roky. Průměrná hodnota VK dle DFC – Equity za všechny tři scénáře byla vyčíslena ve výši 1 895 218 tis. Kč. Dle analytické metody kapitalizovaných zisků, která byla taktéž aplikována jako dvoufázová, bylo průměrné ocenění VK za všechny tři scénáře stanoveno ve výši 1 840 055 tis. Kč. Ocenění dle paušální metody kapitalizovaných zisků bylo nejnižší a pro všechny scénáře stejné, tj. ve výši 393 334 tis. Kč. Součástí oceňovacího procesu byla také citlivostní analýza, které zkoumala vliv změny některých vstupních parametrů na změnu hodnoty VK.

Citlivostní analýza byla provedena pro metodu diskontovaných peněžních toků i pro analytickou metodu kapitalizovaných zisků, přičemž byl zkoumán vliv změny tempa růstu výstavu pivovaru BERNARD, vliv změny tempa růstu exportu piva pro celou ČR a vliv změny HDP. Bylo zjištěno, že zatímco s růstem výstavu piva a exportu piva hodnota VK roste, s růstem HDP hodnota VK klesá, neboť dle regresního modelu, pomocí něhož byly

odhadnutý tržby, bylo stanoveno, že společnost se jeví jako anticyklická. Nejcitlivěji reagovala hodnota VK na změnu výstavu piva.

Ve čtvrté kapitole byly dosažené výsledky zhodnoceny a porovnány z více hledisek, a to jak z pohledu každé oceňovací metody v rámci scénářů, tak z pohledu porovnání jednotlivých metod mezi sebou navzájem, současně byla provedena komparace s účetní hodnotou a komparace v rámci citlivostní analýzy.

## Seznam použité literatury

### Knižní publikace:

- [1] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons, 2006. 696 s. ISBN 978-0471751212.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [4] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.
- [5] MAŘÍK, Miloš. *Určování hodnoty firem*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1998. 206 s. ISBN 80-86119-09-2.
- [6] RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2011. 143 s. ISBN 978-80-247-3916-8.
- [7] SEDLÁČKOVÁ, Helena a Karel BUCHTA. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2006. 121 s. ISBN 80-7179-367-1.
- [8] SCHOLLEOVÁ, Hana. *Ekonomické a finanční řízení pro neekonomy*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2008. 256 s. ISBN 978-80-247-2424-9.
- [9] VALACH, Josef a kol. *Finanční řízení podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 1997. 247 s. ISBN 80-901991-6-X.
- [10] ZMEŠKAL, Zdeněk. a kol. *Finanční modely*. 1. vyd. Ostrava: VŠB – Technická univerzita Ostrava, 2002. 206 s. ISBN 80-248-0182-5.

### Internetové zdroje a ostatní:

- [1] BERNARD. *Historie pivovaru* [online]. [cit. 2012-02-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.bernard.cz/cs/story/pivovar.shtml>>
- [2] BERNARD. *Sortiment* [online]. [cit. 2012-02-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.bernard.cz/cs/pivo/sortiment/lahvove-pivo/index.shtml>>
- [3] BERNARD. *Tiskové zprávy 2011* [online]. [cit. 2012-02-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.bernard.cz/srv/www/content/pub/cs/story/tiskove-zpravy/?year=2011>>



- [4] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. ČNB: *Aktuální prognóza ČNB* [online]. ČNB [cit. 2013-02-05]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/index.html#HDP](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html#HDP)>
- [5] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Průřezové statistiky: Makroekonomické údaje* [online]. [cit. 2012-02-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/aktualniinformace#11>>
- [6] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Rychlé informace: Národní účty a předběžný odhad HDP* [online]. [cit. 2012-02-21]. Dostupný z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/aktual-hdp>>
- [7] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Rychlé informace: Indexy spotřebitelských cen - inflace* [online]. [cit. 2012-02-21]. Dostupný z WWW: <<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/aktual-isc>>
- [8] ČESKÝ SVAZ PIVOVARŮ A SLADOVEN. *Tiskové zprávy: České pivovarství v roce 2011* [online]. [cit. 2012-02-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.cspas.cz/index2.asp?KatId=37&DatId=1104&Archiv=>>
- [9] ČESKÝ SVAZ PIVOVARŮ A SLADOVEN. *Tiskové zprávy: Trend 21. století* [online]. [cit. 2012-02-10]. Dostupný z WWW: <http://www.cspas.cz/index2.asp?KatId=37&DatId=1135&Archiv=>
- [10] ERSTE GROUP. *Special report outlook 2016* [online]. [cit. 2013-02-12]. Dostupný z WWW: <<http://www.sparkasse-bank-malta.com/file.aspx?f=540>>
- [11] KOMERČNÍ BANKA. *Ekonomický a strategický výzkum: Ekonomické výhledy* [online]. [cit. 2013-02-12]. Dostupný z WWW: <<http://trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=9256>>
- [12] OBCHODNÍ REJSTRÍK. *Výroční zpráva r. 2007* [online]. [cit. 2013-02-04]. Dostupný z WWW: <<https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a441405&dokumentId=B+1179%2fSL30%40KSCB&partnum=0&variant=1&klic=y5f67t>>
- [13] OBCHODNÍ REJSTRÍK. *Výroční zpráva r. 2008* [online]. [cit. 2013-02-04]. Dostupný z WWW: <<https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a441405&dokumentId=B+1179%2fSL39%40KSCB&partnum=0&variant=1&klic=y5f67t>>

[14] OBCHODNÍ REJSTŘÍK. *Výroční zpráva r. 2009* [online]. [cit. 2013-02-04]. Dostupný z WWW: <<https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a441405&dokumentId=B+1179%2fSL40%40KSCB&partnum=0&variant=1&klic=y5f67t>>

[15] OBCHODNÍ REJSTŘÍK. *Výroční zpráva r. 2010* [online]. [cit. 2013-02-04]. Dostupný z WWW: <<https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a441405&dokumentId=B+1179%2fSL41%40KSCB&partnum=0&variant=1&klic=y5f67t>>

[16] OBCHODNÍ REJSTŘÍK. *Výroční zpráva r. 2011* [online]. [cit. 2013-02-04]. Dostupný z WWW: <<https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl.pdf?subjektId=isor%3a441405&dokumentId=B+1179%2fSL43%40KSCB&partnum=0&variant=1&klic=y5f67t>>

[17] MINISTERSTVO FINANCÍ. *Makroekonomická predikce* [online]. [cit. 2013-02-05]. Dostupný z WWW: <[http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce\\_2013-Q1.pdf](http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/Makroekonomicka-predikce_2013-Q1.pdf)>

[18] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2011* [online]. [cit. 2012-11-10]. Dostupný z WWW: <<http://www.mpo.cz/dokument105732.html>>

[19] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR 2011* [online]. [cit. 2013-02-15]. Dostupný z WWW: <<download.mpo.cz/get/47186/53237/593436/priloha001.pdf>>

[20] SUCHÁNKOVÁ, Tereza. *Zhodnocení ziskovosti vybrané investice*. Ostrava 2011. Bakalářská práce. Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, Fakulta ekonomická, Katedra Financí.

[21] Zákon č. 563 ze dne 12. prosince 1991 o účetnictví. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 1991, částka 107, s. 2802-2810. Dostupný také: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=2519>> ISSN 1211-1244

[22] Zákon č. 513 ze dne 5. listopadu 1991 obchodní zákoník. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 1991, částka 98, s. 2474-2565. Dostupný také: <<http://aplikace.mvcr.cz/sbirka-zakonu/ViewFile.aspx?type=c&id=2510>> ISSN 1211-1244

## Seznam zkratek

A	aktiva
apod.	a podobně
a.s.	akciová společnost
atd.	a tak dále
APM	arbitrážní model oceňování
BÚ	bankovní úvěr
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí kapitál
CZ – NACE	klasifikace ekonomických činností
č.	číslo
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
ČV	odhad odnímatelného čistého výnosu
d	daňová sazba
DIV	dividenda
DCF	diskontovaný peněžní tok
DCFE	diskontovaný peněžní tok Equity
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DM	dlouhodobý majetek
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	čistý zisk
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
EBT	zisk před zdaněním (hrubý zisk)
ERSTE	Erste Group
EX	export
f	funkce
$F_1, F_2 \dots F_n$	jednotlivé dílčí ukazatele (vstupní parametry)
FCFD	volné finanční toky plynoucí věřitelům
FCFE	volné finanční toky plynoucí vlastníkům
FCFF	celkové volné finanční toky plynoucí

$FCFE_u$	volné finanční toky nezadlužené firmy plynoucí vlastníkům
$FCFE^{úvěr}$	volné finanční toky plynoucí vlastníkům při financování bank. úvěrem
$FCFF_u$	celkové volné finanční toky nezadlužené firmy
$g$	tempo růstu (poklesu)
HDP	hrubý domácí produkt
$i$	úroková míra
INV	investice
KB	Komerční banka
KČ	koruna česká
L3	celková likvidita
MF ČR	Ministerstvo financí České republiky
mld.	miliarda
MM II.	model M. Millera a F. Modiglianiho
N	náklady
OA	oběžná aktiva
ODP	odpisy
PH	pokračující hodnota
$R_D$	náklady na úročený cizí kapitál
$R_E$	náklady vlastního kapitálu
$R_F$	bezriziková sazba (výnos 10-ti letých státních dluhopisů)
$R_{FINSTAB}$	riziková přírážka za finanční stabilitu
$R_{LA}$	riziková přírážka za velikost podniku
$R_{POD}$	riziková přírážka za podnikatelské riziko
$R_U$	celkový náklad kapitálu nezadlužené firmy
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
S	saldo dluhu z pohledu věřitele
$t$	jednotlivé roky
T	celková doba
tis.	tisíc
Tab.	tabulka
TČV	trvale odnímatelný čistý výnos
TR	tržby
TS	daňový štít

$\hat{u}_t$	reziduální složka
U	úroky
UM	odhad úrokové míry
UVH	upravený výsledek hospodaření
UZ	úplatné zdroje
$U_i$	hodnota dílčího ukazatele
$U_t$	hodnota ukazatele v běžném roce
$U_{t-1}$	hodnota ukazatele v předchozím roce
V	hodnota podniku
$V_1$	hodnota podniku v první fázi
$V_2$	hodnota podniku ve druhé fázi
VH	výsledek hospodaření
VH BÚO	výsledek hospodaření běžného účetního období
VK	vlastní kapitál
$VST_t$	výstav v roce
VV a S	vlastní výrobky a služby
VZZ	výkaz zisku a ztrát
w	váha
WACC	průměrné náklady na celkový kapitál
$WACC_L$	náklady celkového kapitálu zadlužené firmy
$WACC_U$	náklady celkového kapitálu nezadlužené firmy
X	ukazatel, za který je měřena aktivita
$X_1$	ukazatel vyjadřující nahrazování úplatných cizích zdrojů vlastními
$XL_1$	pohotová likvidita odvětví
$XL_2$	okamžitá likvidita odvětví
$X_{1,t}; X_{2,t}; X_{3,t};$	vysvětlující proměnné
$Y_t$	vysvětlovaná proměnná
$Z_t$	historický zisk upravený o korekce
$\alpha$	relativní odchylka
$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$	regresní parametry
$\Delta\check{CPK}$	výdaje na přírůstek čistého pracovního kapitálu

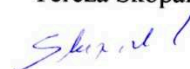
## **Prohlášení o využití výsledků diplomové práce**

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 26.4. 2013

Tereza Skopalíková



## **Seznam příloh**

- Příloha č. 1: Rozvaha – Aktiva (2007 – 2011)
- Příloha č. 2: Rozvaha – Pasiva (2007 – 2011)
- Příloha č. 3: Výkaz zisku a ztrát (2007 – 2011)
- Příloha č. 4: Dlouhodobý finanční plán dle scénáře KB (2012 – 2016)
- Příloha č. 5: Dlouhodobý finanční plán dle scénáře MF ČR (2012 – 2016)
- Příloha č. 6: Dlouhodobý finanční plán dle scénáře Erste (2012 – 2016)
- Příloha č. 7: Výpočet rizikových přírážek a  $R_E$  (2012 – 2016)

## Rozvaha – Aktiva v tis. Kč

		2007	2008	2009	2010	2011
Označ.	<b>Aktiva celkem</b>	457 493	480 783	506 329	518 906	547 690
B	<b>Dlouhodobý majetek</b>	269 445	290 172	284 991	271 612	253 543
B I.	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	1 675	1 458	477	963	1 384
	3 Software	1 630	1 362	464	408	655
	4 Ocenitelná práva	45	29	13	555	674
	7 Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	0	67	0	0	55
B II.	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	254 319	271 658	264 977	249 629	226 158
	1 Pozemky	4 041	4 041	4 041	5 168	5 143
	2 Stavby	53 647	61 409	59 837	58 351	56 209
	3 Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	117 404	137 338	144 780	137 319	123 424
	7 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	5 833	2 886	2 438	2 930	5 942
	8 Poskytnuté zálohy na dl. hmotný majetek	2 514	3 964	721	1 561	0
	9 Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	70 880	62 020	53 160	44 300	35 440
B III.	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	13 451	17 056	19 537	21 020	26 001
	1 Podíly v ovládaných a řízených osobách	8 596	17 051	19 532	21 015	25 996
	3 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	5	5	5	5	5
	4 Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba	4 850	0	0	0	0
C	<b>Oběžná aktiva</b>	102 074	119 453	166 206	202 135	255 863
C I.	<b>Zásoby</b>	23 577	37 256	36 265	43 407	44 620
	1 Materiál	18 178	27 529	25 061	31 056	31 598
	2 Nedokončená výroba a polotovary	3 181	7 301	8 148	8 662	9 495
	3 Výrobky	1 958	1 923	2 594	3 205	2 975
	5 Zboží	260	503	462	484	552
C II.	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	0	0	277	248	0
	1 Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	277	248	0
C III.	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	68 014	73 617	83 478	66 814	73 110
	1 Pohledávky z obchodních vztahů	56 614	57 241	64 366	42 738	47 710
	2 Pohledávky ovládaná nebo ovládající osoba	0	4 850	4 850	4 850	4 850
	6 Stát - daňové pohledávky	6 982	7 095	7 217	9 588	13 018
	7 Krátkodobě poskytnuté zálohy	229	388	785	588	549
	8 Dohadné účty aktivní	0	0	196	453	108
	9 Jiné pohledávky	4 189	4 043	6 064	8 597	6 875
C IV.	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	10 483	8 580	46 186	91 666	138 133
	1 Peníze	1 021	538	695	1 037	876
	2 Účty v bankách	9 462	8 042	45 491	90 629	37 257
	4 Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	0	0	0	0	100 000
D	<b>Časové rozlišení</b>	85 974	71 158	55 132	45 159	38 284
D I.	1 Náklady příštích období	85 858	71 047	55 025	45 159	37 892
	3 Příjmy příštích období	116	111	107	0	392

Zdroj: Výroční zpráva Rodinného pivovaru BERNARD a.s.



## Rozvaha – Pasiva v tis. Kč

		2007	2008	2009	2010	2011
Označ.	<b>Pasiva celkem</b>	457 493	480 783	506 329	518 906	547 690
A	<b>Vlastní kapitál</b>	268 357	282 791	313 628	348 758	380 000
A I.	<b>Základní kapitál</b>	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
	1 Základní kapitál	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
A II.	<b>Kapitálové fondy</b>	7 495	15 948	18 430	19 913	24 894
	3 Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	7 495	15 948	18 430	19 913	24 894
A III.	<b>Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	2 534	2 534	2 833	4 579	6 877
	1 Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	2 534	2 534	2 833	4 579	6 877
A IV.	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	6 041	-1 672	-2 565	18 316	41 968
	1 Nerozdělený zisk minulých let	19 316	19 316	20 998	41 879	65 531
	2 Neuhrazená ztráta minulých let	-13 275	-20 988	-23 563	-23 563	-23 563
A V.	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období</b>	-7 713	5 981	34 930	45 950	46 261
B	<b>Cizí zdroje</b>	164 828	167 853	157 419	134 503	132 686
B I.	<b>Rezervy</b>	7 150	12 655	12 077	16 185	16 211
	3 Rezerva na daň z příjmu	6 135	7 791	11 092	15 016	15 018
	4 Ostatní rezervy	1 015	4 864	985	1 169	1 193
B II.	<b>Dlouhodobé závazky</b>	5 215	4 820	7 228	6 914	6 527
	5 Dlouhodobě přijaté zálohy	425	0	0	0	0
	10 Odložený daňový závazek	4 790	4 820	7 228	6 914	6 527
B III.	<b>Krátkodobé závazky</b>	96 136	120 573	120 114	111 404	109 948
	1 Závazky z obchodních vztahů	43 395	52 905	40 467	24 790	25 898
	5 Závazky ke zaměstnancům	2 334	2 816	3 258	3 280	3 432
	6 Závazky se soc. zabezpečení a zdravotního pojištění	3 034	1 549	1 546	1 811	1 983
	7 Stát - daňové závazky a dotace	8 528	7 688	11 127	13 494	10 394
	8 Krátkodobě přijaté zálohy	36 917	53 070	56 000	56 010	55 043
	10 Dohadné účty pasivní	1 926	2 422	7 712	6 615	6 584
	11 Jiné závazky	2	123	4	5 404	6 614
B IV.	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	56 327	29 805	18 000	0	0
	1 Bankovní úvěry dlouhodobé	14 902	18 500	16 000	0	0
	2 Krátkodobé bankovní úvěry	41 425	11 305	2 000	0	0
C	<b>Časové rozlišení</b>	24 308	30 139	35 282	35 645	35 004
C I.	1 Výdaje příštích období	987	83	443	350	29
	2 Výnosy příštích období	23 321	30 056	34 839	35 295	34 975

Zdroj: Výroční zpráva Rodinného pivovaru BERNARD a.s.

## Výkaz zisku a ztrát v tis. Kč

		2007	2008	2009	2010	2011
I.	Tržby za prodej zboží	4 932	5 513	7 362	7 575	2 928
A	Náklady vynaložené na prodané zboží	6 884	1 421	1 235	1 450	2 427
+	Obchodní marže	-1 952	4 092	6 127	6 125	501
II.	Výkony	274 221	349 161	380 318	375 028	396 170
	1 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	272 754	345 075	378 800	373 904	395 559
	2 Změna stavu vnitropodnikových zásob	1 467	4 086	1 518	1 124	611
B	Výkonová spotřeba	175 347	213 261	213 694	194 259	202 433
	1 Spotřeba materiálu a energie	88 131	119 027	122 003	109 263	120 507
	2 Služby	87 216	94 234	91 691	84 996	81 926
+	Přidaná hodnota	96 922	139 992	172 751	186 894	194 238
C	Osobní náklady	47 709	59 107	64 678	67 247	72 319
	1 Mzdové náklady	33 081	40 662	44 094	45 272	48 919
	2 Odměny členům orgánů společnosti a družstva	2 866	3 048	3 938	3 938	3 938
	3 Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	10 959	14 310	14 390	15 619	16 918
	4 Sociální náklady	803	1 087	2 256	2 418	2 544
D	Daně a poplatky	1 950	2 364	5 397	1 552	1 427
E	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	42 784	48 330	50 607	51 910	54 321
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	1 436	5 950	234	707	2 259
	1 Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 267	5 771	171	469	1 966
	2 Tržby z prodeje materiálu	169	179	63	238	293
F	Zůstatková cena prodaného dl.majetku a materiálu	437	5 867	149	276	461
	1 Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	421	5 849	139	159	165
	2 Prodaný materiál	16	18	10	117	296
G	Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a kom. NPO	13 457	13 705	2 307	1 595	-385
IV.	Ostatní provozní výnosy	11 605	10 056	8 489	9 192	6 322
H	Ostatní provozní náklady	6 361	11 360	12 482	14 442	12 900
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>-2 735</b>	<b>15 265</b>	<b>45 854</b>	<b>59 771</b>	<b>61 776</b>
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	5 000	5 000	0
	3 Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	5 000	5 000	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	229
X.	Výnosové úroky	433	353	368	664	1 112
N.	Nákladové úroky	1 038	2 028	1 229	201	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	1 035	2 517	3 548	1 413	2 618
O.	Ostatní finanční náklady	1 494	2 520	5 610	5 827	5 891
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-1 064</b>	<b>-1 678</b>	<b>2 077</b>	<b>1 049</b>	<b>-1 932</b>
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	3 914	7 606	13 001	14 870	13 583
	1 - splatná	6 110	7 576	10 594	15 184	13 970
	2 - odložená	-2 196	30	2 407	-314	-387
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>-7 713</b>	<b>5 981</b>	<b>34 930</b>	<b>45 950</b>	<b>46 261</b>
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (EAT)</b>	<b>-7 713</b>	<b>5 981</b>	<b>34 930</b>	<b>45 950</b>	<b>46 261</b>
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT)</b>	<b>-3 799</b>	<b>13 587</b>	<b>47 931</b>	<b>60 820</b>	<b>59 844</b>

Zdroj: Výroční zpráva Rodinného pivovaru BERNARD a.s.

**Dlouhodobý finanční plán dle scénáře KB: Rozvaha - Aktiva**

		2012	2013	2014	2015	2016
Označ.	<b>Aktiva celkem</b>	588 889	632 234	674 782	704 493	742 019
B	<b>Dlouhodobý majetek</b>	253 609	255 415	267 339	277 805	292 639
B I.	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	1 129	946	834	557	334
	3 Software	437	291	496	331	220
	4 Ocenitelná práva	562	450	338	226	114
	7 Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	130	205	0	0	0
B II.	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	220 109	214 166	216 328	214 777	214 526
	1 Pozemky	5 143	5 143	5 143	5 143	5 143
	2 Stavby	55 490	54 781	54 081	53 389	52 707
	3 Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	119 953	116 581	113 302	148 244	144 076
	7 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	12 942	19 942	34 942	8 000	12 600
	8 Poskytnuté zálohy na dl. hmotný majetek	0	0	0	0	0
	9 Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	26 580	17 720	8 860	0	0
B III.	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	32 371	40 302	50 177	62 472	77 779
	1 Podíly v ovládaných a řízených osobách	32 366	40 297	50 172	62 467	77 774
	3 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	5	5	5	5	5
	4 Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
C	<b>Oběžná aktiva</b>	283 022	303 919	323 208	342 693	363 014
C I.	<b>Zásoby</b>	45 718	51 218	56 298	61 434	66 795
	1 Materiál	32 883	36 893	40 594	44 331	48 228
	2 Nedokončená výroba a polotovary	9 418	10 567	11 627	12 697	13 813
	3 Výrobky	3 150	3 534	3 888	4 246	4 620
	5 Zboží	267	225	189	159	134
C II.	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	0	0	0	0	0
	1 Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
C III.	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	82 801	91 550	99 625	107 780	116 281
	1 Pohledávky z obchodních vztahů	59 985	67 300	74 052	80 869	87 978
	2 Pohledávky ovládaná nebo ovládající osoba	4 850	4 850	4 850	4 850	4 850
	6 Stát - daňové pohledávky	11 119	12 475	13 726	14 990	16 308
	7 Krátkodobě poskytnuté zálohy	641	719	791	864	940
	8 Dohadné účty aktivní	252	252	252	252	252
	9 Jiné pohledávky	5 954	5 954	5 954	5 954	5 954
C IV.	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	154 503	161 150	167 284	173 479	179 938
	1 Peníze	982	1 102	1 212	1 324	1 440
	2 Účty v bankách	53 521	60 048	116 072	122 155	128 497
	4 Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	100 000	100 000	50 000	50 000	50 000
D	<b>Časové rozlišení</b>	52 258	72 900	84 235	83 995	86 365
D I.	1 Náklady příštích období	52 044	72 601	83 889	83 651	86 011
	3 Příjmy příštích období	214	299	345	344	354

Zdroj: Vlastní výpočty

**Dlouhodobý finanční plán dle scénáře KB: Rozvaha - Pasiva**

		2012	2013	2014	2015	2016
Označ.	<b>Pasiva celkem</b>	588 889	632 234	674 782	704 493	742 019
A	<b>Vlastní kapitál</b>	402 941	426 038	449 894	462 098	480 237
A I.	<b>Základní kapitál</b>	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
	1 Základní kapitál	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
A II.	<b>Kapitálové fondy</b>	18 951	19 147	20 073	20 894	22 035
	3 Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	18 951	19 147	20 073	20 894	22 035
A III.	<b>Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	9 190	11 988	15 487	19 633	24 102
	1 Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	9 190	11 988	15 487	19 633	24 102
A IV.	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	58 841	64 928	71 404	72 188	72 501
	1 Nerozdělený zisk minulých let	82 404	88 491	94 967	95 751	96 064
	2 Neuhrazená ztráta minulých let	-23 563	-23 563	-23 563	-23 563	-23 563
A V.	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období</b>	55 960	69 975	82 930	89 383	101 599
B	<b>Cizí zdroje</b>	153 872	174 121	192 812	210 320	229 706
B I.	<b>Rezervy</b>	16 139	19 591	22 781	24 635	27 700
	3 Rezerva na daň z příjmu	14 225	17 444	20 419	22 054	24 893
	4 Ostatní rezervy	1 914	2 147	2 363	2 580	2 807
B II.	<b>Dlouhodobé závazky</b>	7 371	8 270	9 100	9 938	10 811
	5 Dlouhodobě přijaté zálohy	0	0	0	0	0
	10 Odložený daňový závazek	7 371	8 270	9 100	9 938	10 811
B III.	<b>Krátkodobé závazky</b>	130 362	146 259	160 931	175 748	191 195
	1 Závazky z obchodních vztahů	38 305	42 976	47 287	51 641	56 180
	5 Závazky ke zaměstnancům	3 704	4 156	4 573	4 994	5 433
	6 Závazky se soc. zabezpečení a zdravotního pojištění	2 182	2 448	2 694	2 942	3 200
	7 Stát - daňové závazky a dotace	12 613	14 151	15 571	17 005	18 499
	8 Krátkodobě přijaté zálohy	62 375	69 982	77 002	84 091	91 483
	10 Dohadné účty pasivní	6 864	7 701	8 473	9 253	10 066
	11 Jiné závazky	4 319	4 846	5 332	5 823	6 335
B IV.	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	0	0	0	0	0
	1 Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
	2 Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
C	<b>Časové rozlišení</b>	32 076	32 076	32 076	32 076	32 076
C I.	1 Výdaje příštích období	272	272	272	272	272
	2 Výnosy příštích období	31 804	31 804	31 804	31 804	31 804

Zdroj: Vlastní výpočty

**Dlouhodobý finanční plán dle scénáře KB: Výkaz zisku a ztrát**

		2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	2 466	2 077	1 749	1 473	1 240
A	Náklady vynaložené na prodané zboží	1 105	931	784	660	556
+	Obchodní marže	1 360	1 146	965	813	684
II.	Výkony	428 294	480 524	528 727	577 406	628 159
	1 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	426 565	478 583	526 591	575 074	625 622
	2 Změna stavu vnitropodnikových zásob	1 730	1 941	2 136	2 332	2 537
B	Výkonová spotřeba	233 425	261 890	288 161	314 692	342 353
	1 Spotřeba materiálu a energie	132 842	149 042	163 993	179 091	194 833
	2 Služby	100 582	112 848	124 168	135 601	147 519
+	Přidaná hodnota	196 230	219 780	241 530	263 527	286 490
C	Osobní náklady	75 043	84 195	92 641	101 170	110 063
	1 Mzdové náklady	51 221	57 467	63 232	69 053	75 123
	2 Odměny členům orgánů společnosti a družstva	4 286	4 808	5 291	5 778	6 285
	3 Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	17 417	19 542	21 502	23 481	25 545
	4 Sociální náklady	2 120	2 378	2 617	2 858	3 109
D	Daně a poplatky	3 072	3 446	3 792	4 141	4 505
E	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	43 976	41 117	38 356	43 796	42 697
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	2 210	2 480	2 728	2 980	3 242
	1 Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 820	2 042	2 246	2 453	2 669
	2 Tržby z prodeje materiálu	390	438	482	526	573
F	Zůstatková cena prodaného dl.majetku a materiálu	312	312	312	312	312
	1 Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	221	221	221	221	221
	2 Prodaný materiál	91	91	91	91	91
G	Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a kom. NPO	3 483	3 483	3 483	3 483	3 483
IV.	Ostatní provozní výnosy	11 489	12 890	14 183	15 489	16 850
H	Ostatní provozní náklady	13 687	15 356	16 896	18 452	20 074
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>70 356</b>	<b>87 240</b>	<b>102 961</b>	<b>110 641</b>	<b>125 448</b>
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
	3 Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	1 560	2 008	2 308	2 608	2 908
N.	Nákladové úroky	0	0	0	0	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	2 364	2 364	2 364	2 364	2 364
O.	Ostatní finanční náklady	5 075	5 075	5 075	5 075	5 075
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-1 151</b>	<b>-703</b>	<b>-403</b>	<b>-103</b>	<b>197</b>
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	13 244	16 561	19 627	21 155	24 046
	1 - splatná	13 149	16 442	19 486	21 002	23 872
	2 - odložená	95	119	141	152	173
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>55 960</b>	<b>69 975</b>	<b>82 930</b>	<b>89 383</b>	<b>101 599</b>
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (EAT)</b>	<b>55 960</b>	<b>69 975</b>	<b>82 930</b>	<b>89 383</b>	<b>101 599</b>
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT)</b>	<b>69 204</b>	<b>86 536</b>	<b>102 558</b>	<b>110 537</b>	<b>125 645</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

**Dlouhodobý finanční plán dle scénáře MF ČR: Rozvaha – Aktiva**

		2012	2013	2014	2015	2016
Označ.	<b>Aktiva celkem</b>	589 187	632 052	674 488	702 890	738 912
B	<b>Dlouhodobý majetek</b>	253 609	255 415	267 339	277 805	292 639
B I.	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	1 129	946	834	557	334
	3 Software	437	291	496	331	220
	4 Ocenitelná práva	562	450	338	226	114
	7 Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	130	205	0	0	0
B II.	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	220 109	214 166	216 328	214 777	214 526
	1 Pozemky	5 143	5 143	5 143	5 143	5 143
	2 Stavby	55 490	54 781	54 081	53 389	52 707
	3 Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	119 953	116 581	113 302	148 244	144 076
	7 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	12 942	19 942	34 942	8 000	12 600
	8 Poskytnuté zálohy na dl. hmotný majetek	0	0	0	0	0
	9 Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	26 580	17 720	8 860	0	0
B III.	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	32 371	40 302	50 177	62 472	77 779
	1 Podíly v ovládaných a řízených osobách	32 366	40 297	50 172	62 467	77 774
	3 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	5	5	5	5	5
	4 Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
C	<b>Oběžná aktiva</b>	283 222	303 724	323 010	341 692	361 376
C I.	<b>Zásoby</b>	45 770	51 167	56 246	61 169	66 362
	1 Materiál	32 921	36 856	40 556	44 140	47 914
	2 Nedokončená výroba a polotovary	9 429	10 556	11 616	12 642	13 724
	3 Výrobky	3 153	3 530	3 885	4 228	4 590
	5 Zboží	267	225	189	159	134
C II.	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	0	0	0	0	0
	1 Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
C III.	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	82 884	91 469	99 543	107 361	115 597
	1 Pohledávky z obchodních vztahů	60 055	67 232	73 983	80 520	87 405
	2 Pohledávky ovládaná nebo ovládající osoba	4 850	4 850	4 850	4 850	4 850
	6 Stát - daňové pohledávky	11 132	12 462	13 714	14 925	16 202
	7 Krátkodobě poskytnuté zálohy	642	718	790	860	934
	8 Dohadné účty aktivní	252	252	252	252	252
	9 Jiné pohledávky	5 954	5 954	5 954	5 954	5 954
C IV.	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	154 567	161 088	167 221	173 161	179 418
	1 Peníze	983	1 101	1 211	1 318	1 431
	2 Účty v bankách	53 583	59 987	116 010	121 843	127 987
	4 Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	100 000	100 000	50 000	50 000	50 000
D	<b>Časové rozlišení</b>	52 357	72 913	84 139	83 393	84 897
D I.	1 Náklady příštích období	52 142	72 614	83 794	83 051	84 549
	3 Příjmy příštích období	215	299	345	342	348

Zdroj: Vlastní výpočty

**Dlouhodobý finanční plán dle scénáře MF ČR: Rozvaha - Pasiva**

		2012	2013	2014	2015	2016
Označ.	<b>Pasiva celkem</b>	589 187	632 052	674 488	702 890	738 912
A	<b>Vlastní kapitál</b>	403 052	426 039	449 787	461 438	478 674
A I.	<b>Základní kapitál</b>	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
	1 Základní kapitál	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
A II.	<b>Kapitálové fondy</b>	18 951	19 146	20 073	20 891	22 029
	3 Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	18 951	19 146	20 073	20 891	22 029
A III.	<b>Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	9 190	11 994	15 487	19 628	24 070
	1 Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	9 190	11 994	15 487	19 628	24 070
A IV.	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	58 841	65 032	71 406	72 087	71 877
	1 Nerozdělený zisk minulých let	82 404	88 595	94 969	95 650	95 440
	2 Neuhrazená ztráta minulých let	-23 563	-23 563	-23 563	-23 563	-23 563
A V.	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období</b>	56 069	69 868	82 822	88 832	100 698
B	<b>Cizí zdroje</b>	154 060	173 937	192 626	209 377	228 163
B I.	<b>Rezervy</b>	16 167	19 564	22 754	24 494	27 470
	3 Rezerva na daň z příjmu	14 251	17 419	20 393	21 925	24 681
	4 Ostatní rezervy	1 916	2 145	2 360	2 569	2 789
B II.	<b>Dlouhodobé závazky</b>	7 380	8 262	9 091	9 895	10 741
	5 Dlouhodobě přijaté zálohy	0	0	0	0	0
	10 Odložený daňový závazek	7 380	8 262	9 091	9 895	10 741
B III.	<b>Krátkodobé závazky</b>	130 513	146 111	160 781	174 988	189 952
	1 Závazky z obchodních vztahů	38 349	42 932	47 243	51 417	55 814
	5 Závazky ke zaměstnancům	3 708	4 152	4 568	4 972	5 397
	6 Závazky se soc. zabezpečení a zdravotního pojištění	2 185	2 446	2 691	2 929	3 179
	7 Stát - daňové závazky a dotace	12 628	14 137	15 556	16 931	18 379
	8 Krátkodobě přijaté zálohy	62 448	69 911	76 930	83 728	90 888
	10 Dohadné účty pasivní	6 872	7 693	8 465	9 213	10 001
	11 Jiné závazky	4 324	4 841	5 327	5 798	6 293
B IV.	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	0	0	0	0	0
	1 Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
	2 Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
C	<b>Časové rozlišení</b>	32 076	32 076	32 076	32 076	32 076
C I.	1 Výdaje příštích období	272	272	272	272	272
	2 Výnosy příštích období	31 804	31 804	31 804	31 804	31 804

Zdroj: Vlastní výpočty



**Dlouhodobý finanční plán dle scénáře MF ČR: Výkaz zisku a ztrát**

		2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	2 466	2 077	1 749	1 473	1 240
A	Náklady vynaložené na prodané zboží	1 105	931	784	660	556
+	Obchodní marže	1 360	1 146	965	813	684
II.	Výkony	428 791	480 038	528 234	574 910	624 073
	1 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	427 059	478 099	526 100	572 588	621 553
	2 Změna stavu vnitropodnikových zásob	1 732	1 939	2 134	2 322	2 521
B	Výkonová spotřeba	233 695	261 625	287 893	313 331	340 126
	1 Spotřeba materiálu a energie	132 996	148 891	163 840	178 317	193 566
	2 Služby	100 699	112 734	124 053	135 014	146 560
+	Přidaná hodnota	196 456	219 558	241 306	262 391	284 632
C	Osobní náklady	75 130	84 110	92 554	100 733	109 347
	1 Mzdové náklady	51 280	57 409	63 173	68 755	74 634
	2 Odměny členům orgánů společnosti a družstva	4 291	4 803	5 286	5 753	6 245
	3 Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	17 438	19 522	21 482	23 380	25 379
	4 Sociální náklady	2 122	2 376	2 614	2 845	3 089
D	Daně a poplatky	3 075	3 443	3 789	4 123	4 476
E	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	43 976	41 117	38 356	43 796	42 697
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	2 213	2 477	2 726	2 967	3 221
	1 Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 822	2 040	2 244	2 443	2 652
	2 Tržby z prodeje materiálu	391	438	482	524	569
F	Zůstatková cena prodaného dl.majetku a materiálu	312	312	312	312	312
	1 Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	221	221	221	221	221
	2 Prodaný materiál	91	91	91	91	91
G	Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a kom. NPO	3 483	3 483	3 483	3 483	3 483
IV.	Ostatní provozní výnosy	11 502	12 877	14 170	15 422	16 740
H	Ostatní provozní náklady	13 703	15 340	16 880	18 372	19 943
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>70 491</b>	<b>87 107</b>	<b>102 827</b>	<b>109 960</b>	<b>124 334</b>
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
	3 Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	1 560	2 008	2 308	2 608	2 908
N.	Nákladové úroky	0	0	0	0	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	2 364	2 364	2 364	2 364	2 364
O.	Ostatní finanční náklady	5 075	5 075	5 075	5 075	5 075
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-1 151</b>	<b>-703</b>	<b>-403</b>	<b>-103</b>	<b>197</b>
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	13 270	16 536	19 602	21 024	23 833
	1 - splatná	13 174	16 417	19 460	20 873	23 661
	2 - odložená	96	119	141	152	172
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>56 069</b>	<b>69 868</b>	<b>82 822</b>	<b>88 832</b>	<b>100 698</b>
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (EAT)</b>	<b>56 069</b>	<b>69 868</b>	<b>82 822</b>	<b>88 832</b>	<b>100 698</b>
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT)</b>	<b>69 339</b>	<b>86 404</b>	<b>102 423</b>	<b>109 856</b>	<b>124 531</b>

Zdroj: Vlastní výpočty



**Dlouhodobý finanční plán dle scénáře Erste: Rozvaha – Aktiva**

		2012	2013	2014	2015	2016
Označ.	<b>Aktiva celkem</b>	<b>582 935</b>	<b>616 279</b>	<b>649 257</b>	<b>668 081</b>	<b>693 896</b>
B	<b>Dlouhodobý majetek</b>	<b>253 609</b>	<b>255 415</b>	<b>267 339</b>	<b>277 805</b>	<b>292 639</b>
B I.	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>1 129</b>	<b>946</b>	<b>834</b>	<b>557</b>	<b>334</b>
	3 Software	437	291	496	331	220
	4 Ocenitelná práva	562	450	338	226	114
	7 Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	130	205	0	0	0
B II.	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>220 109</b>	<b>214 166</b>	<b>216 328</b>	<b>214 777</b>	<b>214 526</b>
	1 Pozemky	5 143	5 143	5 143	5 143	5 143
	2 Stavby	55 490	54 781	54 081	53 389	52 707
	3 Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	119 953	116 581	113 302	148 244	144 076
	7 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	12 942	19 942	34 942	8 000	12 600
	8 Poskytnuté zálohy na dl. hmotný majetek	0	0	0	0	0
	9 Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	26 580	17 720	8 860	0	0
B III.	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>32 371</b>	<b>40 302</b>	<b>50 177</b>	<b>62 472</b>	<b>77 779</b>
	1 Podíly v ovládaných a řízených osobách	32 366	40 297	50 172	62 467	77 774
	3 Ostatní dlouhodobé cenné papíry a vklady	5	5	5	5	5
	4 Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0
C	<b>Oběžná aktiva</b>	<b>279 041</b>	<b>294 714</b>	<b>310 988</b>	<b>327 687</b>	<b>345 695</b>
C I.	<b>Zásoby</b>	<b>44 664</b>	<b>48 782</b>	<b>53 064</b>	<b>57 462</b>	<b>62 210</b>
	1 Materiál	32 121	35 130	38 254	41 457	44 911
	2 Nedokončená výroba a polotovary	9 200	10 062	10 957	11 874	12 863
	3 Výrobky	3 077	3 365	3 664	3 971	4 302
	5 Zboží	267	225	189	159	134
C II.	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	1 Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
C III.	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>81 138</b>	<b>87 704</b>	<b>94 519</b>	<b>101 509</b>	<b>109 045</b>
	1 Pohledávky z obchodních vztahů	58 594	64 085	69 783	75 627	81 927
	2 Pohledávky ovládaná nebo ovládající osoba	4 850	4 850	4 850	4 850	4 850
	6 Stát - daňové pohledávky	10 861	11 879	12 935	14 018	15 186
	7 Krátkodobě poskytnuté zálohy	626	685	746	808	875
	8 Dohadné účty aktivní	252	252	252	252	252
	9 Jiné pohledávky	5 954	5 954	5 954	5 954	5 954
C IV.	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>153 240</b>	<b>158 228</b>	<b>163 405</b>	<b>168 715</b>	<b>174 440</b>
	1 Peníze	959	1 049	1 142	1 238	1 341
	2 Účty v bankách	52 280	57 179	112 263	117 477	123 099
	4 Pořizovaný krátkodobý finanční majetek	100 000	100 000	50 000	50 000	50 000
D	<b>Časové rozlišení</b>	<b>50 286</b>	<b>66 150</b>	<b>70 929</b>	<b>62 589</b>	<b>55 562</b>
D I.	1 Náklady příštích období	50 080	65 879	70 639	62 333	55 334
	3 Příjmy příštích období	206	271	291	257	228

Zdroj: Vlastní výpočty

**Dlouhodobý finanční plán dle scénáře Erste: Rozvaha - Pasiva**

		2012	2013	2014	2015	2016
Označ.	<b>Pasiva celkem</b>	582 935	616 279	649 257	668 081	693 896
A	<b>Vlastní kapitál</b>	400 740	418 757	435 885	439 827	448 436
A I.	<b>Základní kapitál</b>	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
	1 Základní kapitál	260 000	260 000	260 000	260 000	260 000
A II.	<b>Kapitálové fondy</b>	18 938	19 118	20 035	20 847	21 981
	3 Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	18 938	19 118	20 035	20 847	21 981
A III.	<b>Rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku</b>	9 190	11 879	15 124	18 935	22 991
	1 Zákonný rezervní fond/Nedělitelný fond	9 190	11 879	15 124	18 935	22 991
A IV.	<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	58 841	62 848	64 515	58 915	51 389
	1 Nerozdělený zisk minulých let	82 404	86 411	88 078	82 478	74 952
	2 Neuhrazená ztráta minulých let	-23 563	-23 563	-23 563	-23 563	-23 563
A V.	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období</b>	53 770	64 913	76 211	81 131	92 075
B	<b>Cizí zdroje</b>	150 120	165 446	181 297	196 178	213 385
B I.	<b>Rezervy</b>	15 581	18 300	21 068	22 530	25 271
	3 Rezerva na daň z příjmu	13 711	16 256	18 841	20 118	22 657
	4 Ostatní rezervy	1 869	2 045	2 226	2 413	2 614
B II.	<b>Dlouhodobé závazky</b>	7 200	7 875	8 575	9 293	10 068
	5 Dlouhodobě přijaté zálohy	0	0	0	0	0
	10 Odložený daňový závazek	7 200	7 875	8 575	9 293	10 068
B III.	<b>Krátkodobé závazky</b>	127 339	139 270	151 653	164 354	178 046
	1 Závazky z obchodních vztahů	37 416	40 922	44 561	48 293	52 316
	5 Závazky ke zaměstnancům	3 618	3 957	4 309	4 670	5 059
	6 Závazky se soc. zabezpečení a zdravotního pojištění	2 131	2 331	2 538	2 751	2 980
	7 Stát - daňové závazky a dotace	12 321	13 475	14 673	15 902	17 227
	8 Krátkodobě přijaté zálohy	60 929	66 638	72 563	78 640	85 191
	10 Dohadné účty pasivní	6 704	7 333	7 985	8 653	9 374
	11 Jiné závazky	4 219	4 614	5 025	5 445	5 899
B IV.	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	0	0	0	0	0
	1 Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	0	0
	2 Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
C	<b>Časové rozlišení</b>	32 076	32 076	32 076	32 076	32 076
C I.	1 Výdaje příštích období	272	272	272	272	272
	2 Výnosy příštích období	31 804	31 804	31 804	31 804	31 804

Zdroj: Vlastní výpočty

**Dlouhodobý finanční plán dle scénáře Erste: Výkaz zisku a ztrát**

		2012	2013	2014	2015	2016
I.	Tržby za prodej zboží	2 466	2 077	1 749	1 473	1 240
A	Náklady vynaložené na prodané zboží	1 105	931	784	660	556
+	Obchodní marže	1 360	1 146	965	813	684
II.	Výkony	418 363	457 562	498 246	539 974	584 957
	1 Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	416 673	455 714	496 234	537 793	582 595
	2 Změna stavu vnitropodnikových zásob	1 690	1 848	2 012	2 181	2 363
B	Výkonová spotřeba	228 012	249 376	271 549	294 291	318 807
	1 Spotřeba materiálu a energie	129 762	141 920	154 539	167 481	181 433
	2 Služby	98 250	107 456	117 010	126 810	137 374
+	Přidaná hodnota	191 711	209 332	227 662	246 496	266 834
C	Osobní náklady	73 303	80 172	87 300	94 611	102 493
	1 Mzdové náklady	50 033	54 721	59 586	64 577	69 956
	2 Odměny členům orgánů společnosti a družstva	4 186	4 578	4 986	5 403	5 853
	3 Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	17 014	18 608	20 262	21 959	23 789
	4 Sociální náklady	2 071	2 265	2 466	2 673	2 895
D	Daně a poplatky	3 001	3 282	3 573	3 873	4 195
E	Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku	43 976	41 117	38 356	43 796	42 697
III.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	2 159	2 361	2 571	2 787	3 019
	1 Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	1 778	1 944	2 117	2 294	2 485
	2 Tržby z prodeje materiálu	381	417	454	492	533
F	Zůstatková cena prodaného dl.majetku a materiálu	312	312	312	312	312
	1 Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	221	221	221	221	221
	2 Prodaný materiál	91	91	91	91	91
G	Změna stavu rezerv a OP v provozní oblasti a kom. NPO	3 483	3 483	3 483	3 483	3 483
IV.	Ostatní provozní výnosy	11 222	12 274	13 365	14 484	15 691
H	Ostatní provozní náklady	13 369	14 622	15 922	17 256	18 693
*	<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	<b>67 648</b>	<b>80 979</b>	<b>94 651</b>	<b>100 435</b>	<b>113 670</b>
VII.	Výnosy z dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
	3 Výnosy z ostatního dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	0
IX.	Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů	0	0	0	0	0
X.	Výnosové úroky	1 560	2 008	2 308	2 608	2 908
N.	Nákladové úroky	0	0	0	0	0
XI.	Ostatní finanční výnosy	2 364	2 364	2 364	2 364	2 364
O.	Ostatní finanční náklady	5 075	5 075	5 075	5 075	5 075
*	<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	<b>-1 151</b>	<b>-703</b>	<b>-403</b>	<b>-103</b>	<b>197</b>
Q.	Daň z příjmu za běžnou činnost	12 726	15 363	18 037	19 201	21 792
	1 - splatná	12 634	15 252	17 907	19 063	21 635
	2 - odložená	92	111	130	138	157
**	<b>Výsledek hospodaření za běžnou činnost</b>	<b>53 770</b>	<b>64 913</b>	<b>76 211</b>	<b>81 131</b>	<b>92 075</b>
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období (EAT)</b>	<b>53 770</b>	<b>64 913</b>	<b>76 211</b>	<b>81 131</b>	<b>92 075</b>
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním (EBT)</b>	<b>66 496</b>	<b>80 276</b>	<b>94 248</b>	<b>100 332</b>	<b>113 866</b>

Zdroj: Vlastní výpočty

## Výpočet rizikových přírážek a $R_E$

Tab. č.7/1 : Výpočet rizikových přírážek a nákladu kapitálu pro scénář KB

	Vzorec	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Bezriziková sazba</b>						
$R_F$ v %	Dle MF ČR	2,8	2,2	2,3	2,3	2,3
<b>Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko</b>						
$X_1$ v %	2.46	0,00	0,00	0,0	0,00	0,00
$ROA$ v %	2.6	12	14	15	16	17
$R_{POD}$ v %	Dle MPO	3,90	3,90	3,90	3,90	3,9
<b>Riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability</b>						
$L_3$	2.8	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9
$XL_1$	Dle MPO	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
$XL_2$	Dle MPO	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
$R_{FINSTAB}$ v %	Dle MPO	0	0	0	0	0
<b>Riziková přírážka za velikost podniku</b>						
$UZ$ v tis. Kč	2.43	402 941 483	426 037 765	449 894 075	462 097 506	480 236 873
$R_{LA}$ v %	2.49	4,01	3,94	3,87	3,83	3,77
<b>Náklady kapitálu</b>						
$WACC_U$ v %	2.40	10,71	10,04	10,07	10,03	9,97
$WACC_L$ v %	2.41	10,71	10,04	10,07	10,03	9,97
$R_E$ v %	2.42	10,71	10,04	10,07	10,03	9,97

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. č. 7/2 : Výpočet rizikových přírážek a nákladu kapitálu pro scénář MF

	Vzorec	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Bezriziková sazba</b>						
$R_F$ v %	Dle MF ČR	2,8	2,2	2,3	2,3	2,3
<b>Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko</b>						
$X_1$ v %	2.46	0,00	0,00	0,0	0,00	0,00
$ROA$ v %	2.6	12	14	15	16	17
$R_{POD}$ v %	Dle MPO	3,90	3,90	3,90	3,90	3,9
<b>Riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability</b>						
$L_3$	2.8	2,2	2,1	2,0	2,0	1,9
$XL_1$	Dle MPO	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
$XL_2$	Dle MPO	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
$R_{FINSTAB}$ v %	Dle MPO	0	0	0	0	0
<b>Riziková přírážka za velikost podniku</b>						
$UZ$ v tis. Kč	2.43	403 051 578	426 039 456	449 787 082	461 437 576	478 674 265
$R_{LA}$ v %	2.49	4,01	3,94	3,87	3,83	3,78
<b>Náklady kapitálu</b>						
$WACC_U$ v %	2.40	10,71	10,04	10,07	10,03	9,98
$WACC_L$ v %	2.41	10,71	10,04	10,07	10,03	9,98
$R_E$ v %	2.42	10,71	10,04	10,07	10,03	9,98

Zdroj: Vlastní výpočty

Tab. č. 7/3 : Výpočet rizikových přírážek a nákladu kapitálu pro scénář Erste

	Vzorec	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Bezriziková sazba</b>						
<b>R<sub>F</sub> v %</b>	Dle MF ČR	2,8	2,2	2,3	2,3	2,3
<b>Riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko</b>						
<b>X1 v %</b>	2.46	0,00	0,00	0,0	0,00	0,00
<b>ROA v %</b>	2.6	11	13	15	15	16
<b>R<sub>POD</sub> v %</b>	Dle MPO	3,90	3,90	3,90	3,90	3,9
<b>Riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability</b>						
<b>L3</b>	2.8	2,2	2,1	2,1	2,0	1,9
<b>XL1</b>	Dle MPO	0,21	0,21	0,21	0,21	0,21
<b>XL2</b>	Dle MPO	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
<b>R<sub>FINSTAB</sub> v %</b>	Dle MPO	0	0	0	0	0
<b>Riziková přírážka za velikost podniku</b>						
<b>UZ v tis. Kč</b>	2.43	400 577 580	418 430 340	435 387 853	439 155 286	447 582 611
<b>R<sub>LA</sub> v %</b>	2.49	4,02%	3,96%	3,91%	3,90%	3,87%
<b>Náklady kapitálu</b>						
<b>WACC<sub>U</sub> v %</b>	2.40	10,72	10,06	10,11	10,10	10,07
<b>WACC<sub>L</sub> v %</b>	2.41	10,72	10,06	10,11	10,10	10,07
<b>R<sub>E</sub> v %</b>	2.42	10,72	10,06	10,11	10,10	10,07

Zdroj: Vlastní výpočty